

Pengepolitisk regime for Norge

av

Steinar Holden*

Sosialøkonomisk institutt
Universitetet i Oslo
Boks 1095 Blindern,
0317 Oslo, Norge
epost: steinar.holden@econ.uio.no

* Takk til Arne Jon Isachsen, Øystein Røisland, Ole Bjørn Røste, Erling Steigum og Birger Vikøren for nyttige kommentarer til tidligere utkast av artikkelen.

1. Innledning

Også etter at den norske kronen begynte å flyte i desember 1992, har penge- og valutapolitikken vært rettet inn mot å stabilisere kronens verdi i forhold til europeiske valutaer. Tross dette har kronekursen variert betydelig de siste to årene. En viktig årsak til variasjonen er svingninger i oljeprisen, som har medført at det store overskuddet på driftsbalansen gjennom 1990-tallet falt til omtrent null i 1998. Presset mot valutakursen henger også sammen med den sterke veksten i norsk økonomi, bl.a. med en kraftig økning i sysselsettingen over flere år. De senere års utvikling har fått en rekke økonomer til å argumentere for en overgang til et nytt pengepolitisk regime, med et inflasjonsmål, som gjør det mulig å føre en mer aktiv pengepolitikk.

I denne artikkelen drøfter jeg hvorvidt Norge bør videreføre en politikk med sikte på stabil valutakurs, eller om vi bør skifte til en pengepolitikk med et eksplisitt inflasjonsmål. Sammenligningen av de to regimene er hovedsakelig knyttet til to hovedtemaer: hensynet til innenlandsk stabilitet (avsnitt 3) og hensynet til vår langsiktige konkurransevne (avsnitt 4). Jeg går også kort inn på i hvilken grad valg av pengepolitisk regime kan påvirke hvordan lønnsdannelsen fungerer (avsnitt 5).

De senere års begivenheter har fått mange økonomer til å stille spørsmål om det i det hele tatt er mulig å holde fast eller stabil valutakurs i en verden med meget høy kapitalmobilitet

over landegrensene. Dette blir drøftet i avsnitt 6, der jeg også tar opp ulike utforminger av en målsetting om stabil valutakurs. I avsnitt 7 diskuterer jeg seddelfond som en mulig løsning på hvordan en fast valutakurs skal opprettholdes, og i avsnitt 8 blir valutakurv med olje kort drøftet.

Som en bakgrunn for diskusjonen tar jeg i avsnitt 2 opp en underliggende problemstilling, om den mer langsiktige målsettingen for pengepolitikken. Bør lav inflasjon være den overordnede målsettingen for pengepolitikken, eller bør en også legge vekt på andre hensyn?

Mer omfattende drøftinger av de samme problemstillinger, fra ulike synsvinkler, finnes i en rekke bidrag i Christiansen og Qvigstad (1997), Holden (1995, 1997a), samt Fischer (1996).

2. Mål for pengepolitikken

I de siste ti årene har det blitt en stadig mer utbredt oppfatning at hovedmålsettingen for pengepolitikken skal være lav inflasjon. Ulike pengepolitiske regimer blir sett på som alternative måter å oppnå lav inflasjon på. En fast valutakurs til et eller flere land med lav inflasjon bidrar til at man "importerer" den lave inflasjonen fra utlandet. Ved flytende valutakurs må landet selv styre pengepolitikken med henblikk på å opprettholde lav inflasjon.

Det er liten uenighet om at pengepolitikken må ta sikte på å holde inflasjonen lav. De historiske erfaringene fra land der en har latt "seddelpressen gå", viser tydelig at stadig økende inflasjon har store skadevirkninger for økonomien som helhet. Derimot er det mer uenighet om synet om at lav inflasjon skal være overordnet andre målsettinger. Kritikere hevder at dette medfører at andre og viktigere målsettinger kommer i bakgrunnen, bl.a. at lav inflasjon kan komme på bekostning av hensynet til arbeidsledigheten (Bakke, 1998). Tilhengere av en hovedmålsetting om lav inflasjon hevder derimot at dette er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til de mer grunnleggende målsettingene om en gunstig realøkonomisk utvikling, som høy og stabil sysselsetting og god økonomisk vekst.

Spørsmålet om lav inflasjon skal være hovedmålsettingen for pengepolitikken er nært knyttet til tre forhold (som naturligvis overlapper noe):

- sammenhengen mellom inflasjon og arbeidsledighet (Phillips-kurven),
- sammenhengen mellom inflasjon og økonomisk vekst, og
- størrelsen på kostnadene forbundet med høy inflasjon

2.1 Inflasjon og arbeidsledighet¹

I følge standard læreboksfremstilling (f.eks. Dornbusch og Fischer, 1994) er sammenhengen mellom inflasjon og arbeidsledighet på kort sikt sammenhengen negativ; lavere arbeidsledighet leder til høyere inflasjon, mens høyere arbeidsledighet bidrar til lavere inflasjon. Men i en situasjon der arbeidsledigheten er lav, og inflasjonen høy, endres etter hvert også forventningene om fremtidig inflasjon. Høyere inflasjonsforventninger fører til høyere lønnskrav, noe som igjen slår ut i økt ledighet. Dermed blir det ingen sammenheng mellom inflasjon og arbeidsledighet på lang sikt - på lang sikt er Phillips-kurven vertikal.

Økonomisk faglitteratur gir imidlertid ikke grunnlag for en bombastisk oppfatning om sammenhengen mellom inflasjon og arbeidsledighet/sysselsetting. På den ene siden kan det være grunn til å forvente at den økte usikkerheten som inflasjon kan medføre, også kan bidra til økt ledighet. På den annen side har faglitteraturen påvist en rekke mekanismer som går i motsatt retning, dvs at inflasjon kan lede til lavere arbeidsledighet og/eller økt produksjon. En slik mekanisme, drøftet av Tobin (1965), er at inflasjon fører til økte investeringer i realkapital, fordi inflasjon gjør det mindre attraktivt å holde sin formue som ikke- rentebærende penger. Økt realkapitalbeholdning fører så til høyere produksjon.

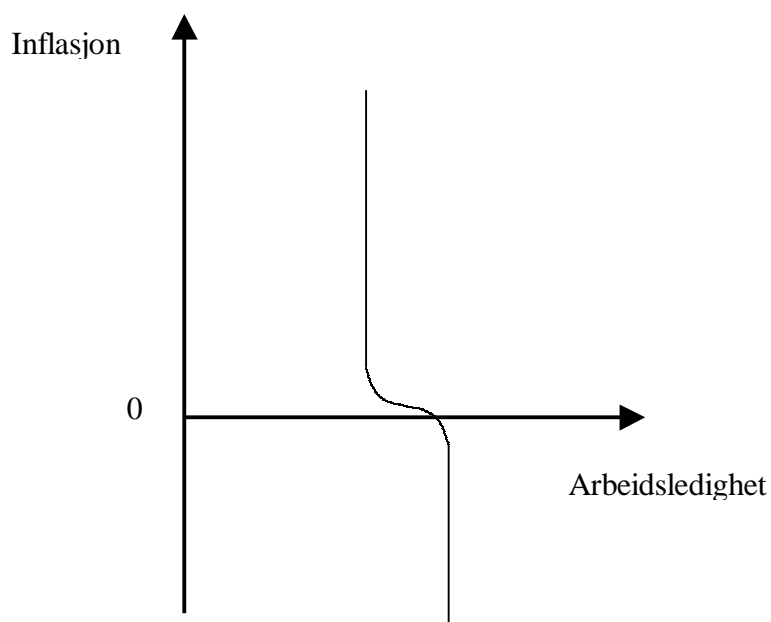
En annen mekanisme tar utgangspunkt i at det finnes hysterese-mekanismer i arbeidsmarkedet, som medfører at en midlertidig økning i arbeidsledigheten kan bli langvarig. I så fall kan jo den kortsiktige økningen i arbeidsledigheten gjennom redusert inflasjon bite seg fast og bli vedvarende (Hargreaves-Heap, 1980).

En tredje mulighet er at sammenhengen mellom inflasjon og arbeidsledigheten avhenger av nivået på inflasjonen: Ved høy og middels inflasjon er det ingen sammenheng mellom inflasjon og ledighet, men hvis inflasjonen nærmer seg null eller blir negativ, bidrar dette til økt ledighet (Tobin, 1972; Holden, 1994, 1997b; Akerlof, Dickens og Perry, 1996). Tanken her er at nominelle lønninger er rigide nedover, både av juridiske årsaker (redusert nominell lønn krever ofte aksept fra arbeidstaker) og ut fra sosiale normer (arbeidstakerne oppfatter redusert nominell lønn som urettferdig). Dersom inflasjonen blir tilstrekkelig lav, vil det være deler av arbeidsmarkedet der den nominelle lønnsrigiditet medfører at reallønnen blir høyere enn den ellers ville vært. Høyere reallønn vil kunne føre til høyere arbeidsledighet (se figur 1).

Sammenhengen mellom inflasjon og arbeidsledighet (eller alternativt sysselsetting eller produksjon, som på kort sikt varierer i motsatt retning av arbeidsledigheten) har vært gjenstand

¹ Forholdet mellom inflasjon og arbeidsledighet er mer utførlig drøftet i Holden (1993).

for omfattende empirisk forskning. De fleste av studiene har lagt vekt på den kortsiktige sammenhengen, der den positive sammenhengen mellom inflasjon og arbeidsledighet er vel etablert (f.eks. Grubb, 1986). Studier av den langsiktige sammenhengen er mer sjeldne. Bullard og Keating (1995) studerer den langsiktige sammenhengen mellom inflasjon og produksjon for 58 land, over perioden 1960-1990 (noe variasjon i tidsperioden for de ulike land). De finner en tendens til negativ sammenheng mellom inflasjon og produksjon for land med høy inflasjon, og en tendens til positiv sammenheng for land med lav inflasjon. Den positive sammenhengen mellom inflasjon og produksjon for land med lav inflasjon er i samsvar med hypotesen over om at dersom inflasjonen blir for lav, kan dette ha negativ virkning for sysselsettingen.



Figur 1: Langsiktig Phillips-kurve

Erfaringene med gull-standarden i mange europeiske land gjennom første del av 1930-årene støtter opp om en konklusjon om at for stram pengepolitikk kan føre til høyere arbeidsledighet. Frankrike, Belgia, Nederland og Italia holdt fast ved gull-standarden i flere år lenger enn mange andre land, med fallende priser, økende reallønninger og en negativ virkning på produksjonen som resultat (Bernanke og Carey, 1996).

2.2 Inflasjon og økonomisk vekst

Økonomisk teori gir heller ingen entydig konklusjon om sammenhengen mellom inflasjon og økonomisk vekst. I de senere år er det imidlertid blitt gjennomført en del omfattende internasjonale sammenligninger av dette forholdet. Barro (1995) studerer forholdet mellom inflasjon og økonomisk vekst for omtrent 100 land, over perioden 1960-1990. Han finner en signifikant og betydelig negativ sammenheng; høy inflasjon er knyttet til lav økonomisk vekst. Imidlertid finner Barro ingen signifikant sammenheng mellom inflasjon og økonomisk vekst for land med inflasjon lavere enn 10 pst. Sarel (1996) finner en ikke-lineær sammenheng mellom inflasjon og økonomisk vekst, med et bruddpunkt på en årlig inflasjonsrate på 8 pst. For inflasjonsrater under 8 pst. er sammenhengen mellom inflasjon og økonomisk vekst ikke signifikant, og muligens positiv. For inflasjonsrater over 8 pst. har inflasjon en signifikant negativ virkning på økonomisk vekst.

2.3 Kostnader ved inflasjon

En omfattende litteratur drøfter de kostnader som er forbundet med inflasjon (se f. eks. Driffill et al., 1990). Kostnadene avhenger av om inflasjonen er forventet eller ikke, om den varierer over tid, og om kontraktsforhold, skattesystem mv. er indeksert. Gjennomgående har en i liten grad greid å påvise at det er betydelige kostnader forbundet med inflasjon så lenge den ikke blir høy ("høy" er et upresist begrep - mer enn 10-20 pst. i årlig rate kan være et anslag på høy inflasjon), mens høy inflasjon åpenbart innebærer store kostnader. Et unntak fra dette bildet er Feldstein (1996), som argumenter for at inflasjon forsterker kostnadene knyttet til kapitalbeskatning. I følge Feldstein innebærer selv inflasjon ned mot 1-2 pst per år betydelige kostnader sett i forhold til en situasjon med absolutt prisstabilitet. Feldsteins resultater er imidlertid omdiskuterte (se Summers, 1996).

2.4 Oppsummering om mål for pengepolitikken

Både erfaringer og teoretiske argumenter gir sterke grunner mot å tillate høy inflasjon. Derimot er det så langt lite faglig grunnlag (muligens med unntak for Feldsteins, 1996, argument om kapitalbeskatning) for at inflasjonen må være så lav som det en ofte nevner i litteraturen (1-3 pst., Fischer, 1996), eller som en tar sikte på internasjonalt, f.eks. 2 1/2 pst. i Storbritannia, eller 0-2 pst. i Den Europeiske Monetære Union. Tvert om kan, som nevnt over, erfaringer fra situasjoner med inflasjon rundt null tyde på at dette er uheldig for sysselsetting og økonomisk vekst.

Tilhengere av en inflasjonsmålsetting nær null aksepterer ofte som en mulig tolkning av historiske erfaringer at null eller negativ inflasjon, kombinert med nominell lønnsstivhet nedover, kan gi høyere arbeidsledighet. Men, hevdes det, dette er erfaringer fra tidsepoker der inflasjonen vanligvis var høy. Samfunnet vil etter hvert innrette seg på lav inflasjon, og den nominelle lønnsstivheten nedover vil forsvinne (Fischer, 1996). Dette argumentet er relevant, men likevel ikke helt overbevisende, fordi det ikke går inn på årsakene til at nominelle lønninger kan være vanskelige å redusere.

En årsak til nominell lønnsstivhet er juridisk, knyttet til at lønnskontrakter, gitt i nominelle størrelser, normalt bare kan endres dersom begge parter blir enige. Nyere litteratur (MacLeod og Malcomson, 1993; Holden, 1998a) viser at enkle kontrakter som bare kan endres dersom begge parter er enige, kan bidra til effektive beslutninger i arbeidsmarkedet. Ideen her er at dersom en sterk part ensidig kunne endre en kontrakt på et senere tidspunkt (f.eks. sette ned lønnen til en eldre arbeidstaker), kunne dette redusere partenes motivasjon til å satse på langsiktige forhold, noe som ville innebære et effektivitetsmessig tap. Dersom inflasjon nær null skulle medføre fullstendig fleksible lønninger, kunne dette dermed gi lavere effektivitet. Og dersom hensynet til effektiviteten medfører at lønningene ikke blir mer fleksible selv om inflasjonen skulle komme nær null, vil jo den nominelle lønnsstivheten vedvare. En annen årsak til nominell lønnsstivhet er sosiale normer; etter mitt syn har vi for lite kunnskaper om hvordan sosiale normer oppstår og endres til at vi med sikkerhet kan si at normene knyttet til nominelle lønnskutt vil endres dersom inflasjonen over lengre tid er nær null.

For et lite land som Norge er det likevel gode grunner til at å ha en målsetting om samme inflasjonstakt som våre handelspartnere. Dersom inflasjonstakten i Norge er høyere enn hos handelspartnerne, vil enten vår kostnadsmessige konkurransevne stadig svekkes, eller vi må kompensere for høyere inflasjon med gradvis depresiering av valutaen. Det første alternativet, gradvis svekkelse av konkurransevnen, kan fungere over noe tid, men er en umulighet på varig basis. Gradvis depresiering av valutaen gjennom stadige devalueringer under et regime med valutakursmålsetting, er heller ikke noe fristende alternativ. Tidligere erfaringer tyder på at dette vil kunne medføre et høyt og varierende rentenivå. Derimot kan det være lettere å ha noe forskjellig inflasjonstakt under et inflasjonsmål, selv om heller ikke dette er ideelt.

Argumentasjonen over tyder på at den fremtidige pengepolitikken i Norge også må vektlegge lav inflasjon. Dette kan skje indirekte, ved at vi har en målsetting om fast eller stabil valutakurs overfor euro (og dermed må holde om lag samme inflasjonstakt som i EU), eller

direkte ved at pengepolitikken styres etter en målsetting om lav inflasjon. I det siste tilfellet trekker de mulige problemene knyttet til inflasjon nær null for at vi ikke velger en alt for ambisiøs målsetting. På den annen side kan det også være vanskelig å velge et høyere inflasjonsmål enn andre land. Samme målsetting som Storbritannia, dvs. 2 1/2 pst årlig inflasjon, er et mulig valg.

Dersom vi velger et inflasjonsmål for pengepolitikken, er det mye som taler for at målsettingen om lav inflasjon må være overordnet andre målsettinger. Et regime med flytende valutakurs, slik en inflasjonsmålsetting innebærer, vil neppe bli oppfattet som troverdig hvis ikke inflasjonsmålsettingen gis første prioritet. F.eks. vil en målsetting om høy og stabil sysselsetting kunne bli oppfattet som et signal om ekspansiv og inflatorisk politikk, noe som kan slå ut i press mot kronen som må motvirkes med høyere rentenivå. Resultatet kan i verste fall bli lavere sysselsetting enn om en hadde valgt lav inflasjon som hovedmålsetting.²

Derimot er det helt avgjørende at en målsetting om lav inflasjon verken formuleres eller praktiseres for stramt. Lav inflasjon må være en langsiktig målsetting, og i den løpende pengepolitikken må en også ta hensyn til andre forhold som sysselsetting eller økonomisk vekst. Dersom Phillips-kurven er tilnærmet horisontal ved inflasjon nær null, kan dette sikre at en oppnår både høy sysselsetting og lav inflasjon.

3. Pengepolitisk regime og makroøkonomisk stabilitet

Ved høy internasjonal kapitalmobilitet kan private aktører i stor grad velge hvilken valuta de vil plassere sin fordringer i, og hvilken valuta de vil låne i. Da kan forskjellen i forventet avkastning mellom to valutaer ikke være for stor. Dersom f.eks. nominell rente på en måneds plassering i norske kroner er betydelig høyere enn forventet avkastning på en måneds plassering i euro (dvs nominell rente på euro, pluss forventet appresiering av euro i forhold til norske kroner), vil det fortone seg lønnsomt å låne i euro og plassere penger i norske kroner. Store mengder kapital vil strømme inn i norske kroner, noe som vil presse renten i norske kroner ned, eller kursen på norske kroner opp. I likevekt må en renteforskjell mellom to valutaer grovt sett motsvares av forventet endring i den bilaterale kursen mellom de to

² Konklusjonen om at inflasjonen bør være den overordnede målsettingen er imidlertid ikke så udiskutabel som den av og til fremstilles. Cubitt (1992) og Skott (1997) viser at i en økonomi med sentralisert lønnsfastsettelse, der fagforeningene også misliker inflasjon, kan en uavhengig sentralbank med overordnet målsetting om lav inflasjon lede til høyere arbeidsledighet (se avsnitt 5 under).

valutaene. Når renteforskjellen nøyaktig motsvares av forventet endring i valutakursen, omtales dette i økonomisk faglitteratur som at udekket renteparitet gjelder.

Stor kapitalmobilitet gir dermed en nær sammenheng mellom rente og valutakurs. En konsekvens av dette er at det enkelte land ikke kan styre både renten og valutakursen. Dersom landet har en målsetting om fast valutakurs i forhold til et annet land, kan det ikke styre det innenlandske rentenivået. Som en illustrasjon har Østerrike gjennom 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.

Alternativt kan et land ta sikte på å styre det innenlandske rentenivået. Landet må da akseptere at valutakursen tilpasser seg til det rentenivået som er valgt. Dersom landet setter et høyere rentenivå enn i andre land, krever balanse i valutamarkedet at markedet forventer at landets valuta skal falle i verdi, slik at forventet depresiering tilsvarende det høyere rentenivået. Dette kan skje ved at valutaen umiddelbart stiger i verdi (når renten heves), slik at markedet kan forvente at valutaen i neste omgang skal falle i verdi mot sitt opprinnelige posisjon.

Ved et inflasjonsmål for pengepolitikken bruker sentralbanken renten for å oppnå målsettingen for inflasjonsraten. Sentralbanken må dermed ta hensyn til både den direkte virkningen av renten på inflasjonsraten, og virkningen gjennom at renten påvirker valutakursen.

3.1 Fast valutakurs

Som nevnt over innebærer en fullstendig fast og troverdig valutakurs at det innenlandske rentenivået må være lik rentenivået i den valuta som en har knyttet seg til (ankerlandet). Dette medfører at landet "importerer" pengepolitikken (dvs. rentenivået) fra ankerlandet. Dersom landet er i samme konjunkturfase som ankerlandet, er dette vanligvis ikke noe problem. Da er rentenivået gjerne egnet for begge land. Men dersom landet er i annen konjunkturfase enn ankerlandet (som i faglitteraturen blir kalt asymmetriske sjokk), vil det rentenivået som settes i ankerlandet, ikke være like godt egnet. Anta f.eks. at ankerlandet er i en høykonjunktur, og har valgt et høyt rentenivå for å dempe veksten i økonomien. Dersom hjemlandet er i en lavkonjunktur, vil det høye rentenivået forsterke nedgangstidene. Problemet blir ytterligere forsterket dersom forskjellen i konjunkturfaser også slår ut i forskjellig inflasjonstakt. Høykonjunktoren i ankerlandet slår gjerne ut i høyere inflasjonstakt, og for at realrenten skal bli tilstrekkelig høy, setter ankerlandets sentralbank det nominelle rentenivået enda høyere. I

hjemlandet kan derimot lavkonjunktoren innebære lavere inflasjon, slik at realrentenivået blir høyere enn i ankerlandet, dvs. enda mindre tilpasset hjemlandets konjunktursituasjon (Walters, 1986).

I tillegg kommer at en ikke kan regne med at den faste valutakursen alltid vil bli oppfattet som troverdig i markedet. Dersom det oppstår forventninger om at den faste kursen vil bli endret eller oppgitt, vil dette slå ut i en forskjell mellom innenlandsk rentenivå og rentenivået i ankerlandet som grovt sett tilsvarer den forventede endringen i valutakursen. Tidligere erfaringer viser at renteforskjellen kan være betydelig over flere år, og i kortere tidsrom bli meget høy. Et talleksempel viser at selv begrensede devalueringforventninger kan slå kraftig ut i rentenivået: Hvis markedet mener at det er en 20 pst. sannsynlighet for en devaluering på 10 pst. i løpet av den nærmeste måned, tilsier teorien om udekket renteparitet (forventet devalueringssrate = renteforskjell) isolert sett at en renteforskjell målt i årlig rente på $0,2 * 10 \text{ pst.} * 12 = 24 \text{ pst.}$

I prinsippet kan renteforskjellen gå begge veier, avhengig av om markedet forventer en devaluering (innenlandsk rente blir høyere enn renten i ankerlandet) eller en revaluering (innenlandsk rente lavere). Erfaringene kan likevel tyde på at det mest aktuelle er at et lite land med fast valutakurs opplever devalueringforventninger og dermed et høyere rentenivå enn ankerlandet. Konsekvensene av et høyere rentenivå avhenger av landets økonomiske situasjon. På siste del av 1980-tallet var kronerrenten betydelig høyere enn ecu-renten, noe som forsterket nedgangskonjunktoren i Norge. Tilsvarende situasjon inntraff innen det europeiske valutasamarbeidet i EU (ERM) på begynnelsen av 1990-tallet. De fleste ERM-landene hadde høyere rentenivå enn Tyskland, noe som forsterket lavkonjunktoren i disse landene. Det høye rentenivået i Norge høsten 1998 har imidlertid motsatt effekt, ved at det demper det sterke presset som har preget norsk økonomi de senere år.

På generell basis er det vanskelig å forutsi når renteforskjeller vil oppstå, noe som bl.a. avspeiler at det er vanskelig å finne stabile sammenhenger mellom makroøkonomiske variable og forskjeller i kortsiktig rentenivå (Rose og Svensson, 1994; Holden og Vikøren, 1996).

3.2 Stabil valutakurs, der en tillater kortsiktig variasjon i valutakursen

Dette er det nåværende valutakursregimet, fastslått gjennom valutaforskriften av 6. mai 1994, der det bl.a. heter: " ..pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer. ... Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert skal bringes tilbake til utgangsløyet. Det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervensere i valutamarkedet." Valget av dette regimet hadde sin bakgrunn i problemene med å holde fast valutakurs, men her skal vi fokusere på konsekvensene for økonomisk stabilitet.

I teorien er et slikt regime meget gunstig mht. mulighetene til å bruke renten i stabiliseringspolitikken.³ Betrakt situasjonen høsten 1996, da myndighetene ønsket å heve renten for å dempe presset i norsk økonomi. Anta som et tankeeksperiment at en kunne annonsere med full troverdighet at kronekursen i forhold til ecu to år senere ville være nøyaktig lik den daværende kronekursen. Anta videre at Norges Bank annonserte at en i de følgende to år ville sette det kortsiktige rentenivået to pst. høyere enn ecu-renten. Da sier teorien om udekket renteparitet at kronekursen umiddelbart ville appresiere med fire pst, for deretter å depresiere i jevn takt, to pst. årlig, tilbake til utgangspunktet. Tanken er at avkastningen må være den samme i investeringer i norske kroner som investeringer i ecu. På to års horisont gir norske kroner en årlig renteforskjell på to pst., og dette oppveies ved at kronen depresieres med to pst årlig.

³ I noen tid hadde Regjeringen ambisjoner om å kunne bruke renten i stabiliseringspolitikken, og i Nasjonalbudsjettet 1996 ble valutaforskriften supplert med "Innenfor de rammer som valutaforskriften setter for utformingen av pengepolitikken, bør pengepolitikken bidra til å sikre en fortsatt lav prisstigning og en stabil økonomisk utvikling." (Den forsiktige formuleringen til tross, hensikten var å forsøke å heve renten.) Denne formuleringen ble imidlertid ikke gjentatt i Nasjonalbudsjettet 1998, noe som trolig henger sammen med erfaringene knyttet til appresieringspresset rundt årsskiftet 1996/97.

Dette tankeeksperimentet illustrerer at dersom myndighetene kan kontrollere markedets forventninger om fremtidig valutakurs, så har man gode muligheter til å bruke innenlandsk rentenivå i stabiliseringspolitikken, selv innenfor et regime med stabil valutakurs. Haken med tankeeksperimentet er selvfølgelig at det ikke er lett å påvirke forventningene om fremtidig valutakurs. En heving av rentenivået med to pst., med påfølgende kroneappresiering, kunne medført at markedet trodde at norske myndigheter i realiteten hadde oppgitt målsettingen om stabil valutakurs. I så fall kunne dette medføre at kronen appresierte mye mer enn fire pst. I praksis er det derfor trolig vanskelig å bruke renten i stabiliseringspolitikken innenfor et regime som tillater kortsiktig variasjon i valutakursen.

Forskjellen mellom et rent fastkursregime og et regime med målsetting om stabil kurs er først og fremst knyttet til konsekvensene av press på valutaen. Som nevnt over kan devalueringsforventninger gi kraftig utslag i rentenivået i et fastkursregime. I et regime med mål om stabil valutakurs vil et tilsvarende press mot valutaen føre til en umiddelbar depresiering. Dermed blir utslaget i renten tilsvarende mindre. I stor grad er det sentralbanken som velger hvordan presset mot valutaen skal fordeles mellom utslag i rente og valutakurs.

Et aktuelt eksempel er da Norges Bank i slutten av august 1998 annonserte at den midlertidig ikke ville intervensere i valutamarkedet, samtidig som den satte foliorenten til 8 pst. Siden foliorenten er den renten andre banker får dersom de plasserer kroner i Norges Bank, fungerer foliorenten som et gulv for de kortsiktige rentene. Alternativt kunne Norges Bank satt en lavere foliorente, og tilført mer likviditet til pengemarkedet, noe som ville gitt et lavere rentenivå. Dette ville trolig ført til en svakere krone. Situasjonen avspeiler at vi teknisk sett har en flytende valutakurs, der Norges Bank styrer renten, mens kronekursen bestemmes i markedet. Men Norges Bank står ikke helt fritt i sin rentefastsettelse, i følge valutaforskriften skal jo virkemidlene (dvs. rente og evt. intervensjoner) innrettes med sikte på at kronen etter hvert beveger seg tilbake til utgangsløyet.

3.3 Inflasjonsmål

Ved et inflasjonsmål for pengepolitikken skal sentralbanken sette det kortsiktige rentenivået med henblikk på å holde inflasjonen lav. Ved normale konjunktursvingninger, der høy produksjon og etterspørsel går sammen med høy eller økende prisstigning, vil et inflasjonsmål også innebære en stabilisering av økonomien. I en høykonjunktur der renten settes opp for å

dempe inflasjonen, vil det høye rentenivået samtidig bidra til å dempe veksten i økonomien. I en lavkonjunktur vil et lavere rentenivå stimulere økonomien.

Men ved konjunktursvingninger som skyldes sjokk på tilbudssiden i økonomien, der produksjonen dempes samtidig som inflasjonen øker, vil en inflasjonsmålsetting kunne virke destabiliserende (Rødseth, 1996). Dette problemet dempes dersom inflasjonsmålsettingen tolkes fleksibelt, ved at man aksepterer den direkte virkningen av tilbudssjokket på prisene ("førsterunde-effekten"), men evt. bruker renten for å motvirke at inflasjonen etablerer seg på et høyere nivå ("andrerunde-effekten"). Men ved en viktig type sjokk på tilbudssiden, sterk lønnsvekst utover det som følger av konjunktursituasjonen, kan en ikke ha en slik fleksibel holdning. Da må renten heves for å motvirke en lønns- og prisspiral, noe som vil forsterke en eventuell nedgangskonjunktur.

En viktig problemstilling under et inflasjonsmål er hvilket utslag en endring i renten vil få på valutakursen. Dette kan sentralbanken ikke styre. Dermed kan sentralbanken heller ikke velge i hvilken grad inflasjonsmålsettingen nås gjennom å variere renten, og i hvilken grad en skal bruke valutakursen. Anta f.eks. at sentralbanken ønsker å heve renten for å dempe en høykonjunktur. Dersom høyere rente medfører en kraftig appresiering av landets valuta, vil dette føre til lavere importpriser og lavere inflasjon. Dermed blir det mindre rom for å heve renten. Moum og Eika (1998) argumenterer, ved bruk av Statistisk Sentralbyrås empiriske makromodell KVARTS, for at en pengepolitisk innstramning i større grad rammer konkurranseutsatt virksomhet enn dersom en bruker finanspolitiske virkemidler.

Konsekvensene av at sentralbanken ikke kan styre både rente og valutakurs kan illustreres ved situasjonen i Sverige på midten av 1990-tallet. Høy arbeidsledighet og store underskudd på de offentlige budsjetter bidro til at den svenske kronen var meget svak. Bl.a. for å motvirke inflasjonsimpulsen fra den svake kronen valgte den svenske sentralbanken å holde et høyt rentenivå. Men det høye rentenivået bidro samtidig til å forsterke den innenlandske nedgangskonjunktoren, og dermed også forsterke problemene med høy ledighet og store underskudd på de offentlige budsjetter.

4. Hensynet til langsiktig konkurransevne

Norges store olje- og gassforekomster er en viktig faktor i valget av pengepolitisk regime. I 1996, da oljeprisen var relativt høy, bidro det store overskuddet på Norges driftsbalanse overfor utlandet, og forventningene om store fremtidige overskudd, til at kronen styrket seg

betydelig. I 1998 er oljeprisen mye lavere, driftsbalansen overfor utlandet nær null, og kronen svak. Det er god grunn til å tro at oljeprisen vil variere kraftig også i årene fremover, med tilsvarende kraftig påvirkning på kronen.

Den store usikkerheten knyttet til fremtidige petroleumsinntekter medfører en tilsvarende usikkerhet om hvor stort behovet er for annen konkurranseutsatt produksjon. Jo høyere oljepris, desto mindre behov for andre eksportinntekter. Men selv med høy oljepris er oljeinntektene langt fra store nok til at vi kan greie oss uten en tradisjonell konkurranseutsatt sektor av betydelig størrelse. Tross oljeinntektene er vi også i fremtiden nødt til å produsere produkter som like gjerne kunne vært produsert i andre land.

Store fluktasjoner i oljepris og kronekurs er meget problematisk for annen konkurranseutsatt virksomhet i Norge. For å opprettholde en tilstrekkelig stor konkurranseutsatt sektor i en verden med meget høy grad av kapitalmobilitet over landegrensene, må kostnadsnivået i Norge være omtrent som hos våre nærmeste handelspartnere. Dersom kostnadsnivået i norsk konkurranseutsatt sektor er betydelig høyere enn hos våre handelspartnere (som kan skyldes at kronen er sterk), vil lønnsomheten i norske konkurranseutsatte bedrifter gjennomgående være lavere enn hos tilsvarende bedrifter i utlandet. Da vil investeringene i Norge reduseres, og vår konkurranseutsatte sektor vil bli stadig mindre. Konkret innebærer dette at norske bedrifter som produserer sammenlignbare produkter som sine utenlandske konkurrenter, men til en høyere kostnad, vil bli direkte utkonkurrert. Norske bedrifter som har høyere produktivitet, eller som har funnet en god markedsnisje, kan trolig leve med høyere kostnader. Men også disse bedriftene vil kunne oppnå økt lønnsomhet ved å plassere stadig større deler av sin produksjon i utlandet, der kostnadene er lavere. Hovedkontorer kan også plasseres i utlandet, og selskapene kan bli internasjonale. Utenlandske selskaper vil lokalisere sin skandinaviske virksomhet i våre naboland. Norske bedrifter som (av ulike grunner) ikke vil flytte til utlandet, vil være sårbare for utenlandske oppkjøp og påfølgende utflytting, fordi lokalisering i Norge gir lavere lønnsomhet.

I tillegg kommer at usikkerheten om fremtidig kostnadsnivå i seg selv har betydning for lokalisering av konkurranseutsatt virksomhet. Investorer foretrekker naturlig nok sikre investeringer fremfor usikre. Dersom investorer oppfatter konkurranseutsatt virksomhet i Norge som mer usikker enn konkurranseutsatt virksomhet i våre naboland, fordi det er en mulighet for en fremtidig økning i oljeprisen som fører til et høyere kostnadsnivå i Norge, så vil dette i seg selv kunne medføre at en velger å investere i våre naboland istedenfor i Norge.

4.1 Stabil valutakurs til euro

Stabil valutakurs i forhold til euro vil sikre at den kostnadmessige konkurranseevnen holdes stabil i forhold til EU-landene, såfremt lønns- og prisveksten i Norge er på linje med EU-landenes (dette forutsetter at produktivitetsveksten er omtrent den samme, som trolig er en rimelig antakelse). Lønnsutviklingen gjennom hoveddelen av 1990-tallet, frem til 1998, ga grunnlag for en viss optimisme i mht. til dette. Gjennom flere år ble en kraftig økning i sysselsettingen kombinert med moderat nominell lønnsvekst. Lønnsoppjøret i 1998 ga imidlertid en betydelig høyere lønnsvekst enn hos våre handelspartnere. Dette er en utvikling som på noe sikt ikke er i samsvar med en stabil valutakurs i forhold til euro, fordi dette i så fall vil innebære en stadig svekkelse av den kostnadmessige konkurranseevnen.

Et regime med fast valutakurs kan innebære betydelige problemer dersom Norge kommer i en situasjon med svak kostnadmessig konkurranseevne. Et mulig scenario er at oljeprisen er høy over noen år, slik at vi får en etterspørselsdrevet høykonjunktur, og at dette etter hvert slår ut i lønnsvekst klart over nivået hos våre handelspartnere. Høyere lønnsvekst gir svekket konkurranseevne, og konkurranseutsatt sektor vil være i tilbakegang. Så faller oljeprisen kraftig, for å bli liggende lavt en lang stund.

I en slik situasjon vil økt sysselsetting og en balansert økonomisk utvikling kreve at den kostnadmessige konkurranseevnen bedres. Innenfor rammen av en fast valutakurs må dette skje ved at lønnsveksten over lengre tid er lavere enn hos handelspartnere. Når handelspartnere trolig vil ha lav lønnsvekst, vil dette kunne by på problemer knyttet til nominell lønnsstivhet nedover (som drøftet i avsnitt 2 over). En enklere og mer umiddelbar løsning på problemet med svak konkurranseevne ville være å devaluere. Dette ville imidlertid kunne medføre svekket troverdighet og høyere rentenivå i ettertid, slik som Norge erfarte på siste del av 1980-tallet.

4.2 Inflasjonsmål

Med et inflasjonsmål for pengepolitikken får myndighetene et ekstra virkemiddel i stabiliseringspolitikken. I en høykonjunktur kan Norges Bank dempe veksten i økonomien ved å heve renten, noe som gjør det mer sannsynlig at Norge på lengre sikt kan holde samme inflasjonsrate som våre handelspartnere. Men samtidig vil fluktasjoner i oljeprisen, eller andre forhold som skaper press på kronen, i større grad slå ut i svingninger i kronekursen. Et inflasjonsmål forutsetter flytende valutakurs, og internasjonale erfaringer viser, ikke overraskende, at flytende valutakurs innebærer klart større variasjon i valutakursene enn faste

(Frankel og Rose, 1996). Det er ikke uvanlig at flytende valutakurser endrer seg 20-30 pst. i løpet av et år.

Er det et problem om valutakursene endrer seg mye? Om nominelle lønninger og priser var tilstrekkelige fleksible til å motvirke svingningene i valutakursen, ville ikke slike svingninger være så problematiske.⁴ Dersom kronen appresierte, kunne dette motvirkes gjennom lavere lønns- og prisvekst, uten at den kostnadmessige konkurranseevnen (realvalutakursen, dvs. prisenivået i forhold til prisenivået i utlandet, korrigert for valutakursen) ble særlig påvirket. Men internasjonale erfaringer viser at dette i liten grad er tilfelle. På kort sikt slår valutakursvariasjon i liten grad ut i lønninger og priser, slik at variasjon i nominell valutakurs først og fremst slår ut i realvalutakursene (Mark, 1990). På lengre sikt er likevel denne mekanismen trolig sterk. I Statistisk Sentralbyrås empiriske makromodeller får en valutakursendring tilnærmet fullt gjennomslag i innenlandske priser over 5-10 år (Økonomisk utsyn 1, 1997, side 32). Men dette anslaget er usikkert, og særlig er det grunn til å tro at en tilpasning til en kraftig appresiering av kronen kan ta lang tid. Vi må forvente lav inflasjon hos våre handelspartnere i årene fremover, slik at dersom vi skal kompensere for en nominell appresiering, må inflasjonen være enda lavere her.

Et annet syn er at valutakurser faktisk bør endre seg, og at et fastkurs-regime gir for lite variasjon i valutakursene. Steigum (1997) argumenterer for at en endring i oljeprisen bør slå ut i endret realvalutakurs. Dersom oljeprisen faller, bør det norske kostnadsnivået reduseres, mens høyere oljepris bør slå ut i økt kostnadsnivå. Denne fleksibiliteten i realvalutakursen er lettest å oppnå gjennom et inflasjonsmål.

Det er vanskelig å være uenig i Steigums syn om at variasjon i oljeprisen ideelt sett burde vært noe kompensert gjennom variasjon i realvalutakursen. Spørsmålet er hvor mye valutakursen bør variere, og om et inflasjonsmål vil gi passe variasjon i valutakursen. Etter mitt skjønn vil et inflasjonsmål kunne innebære at kronekursen varierer mye mer enn det Norge ville være tjent med, både fordi variasjon i oljeprisen vil slå for kraftig ut i kronekursen, og fordi kronekursen kan variere kraftig uten at dette har sin bakgrunn i oljeprisen. Et slikt syn kan finne støtte i en del nyere økonomisk forskning om valutakurser. Forskningen viser riktig nok at endringer i valutakursene kan avspeile endringer i fundamentale forhold (se litteraturoversikt i Frankel og Rose, 1996). F.eks. har land med høy inflasjon gjerne depresierende valutaer, som

⁴ Dersom det var stor fleksibilitet i priser og lønninger, kunne dette skape andre problemer, bl.a. knyttet til betjening av gjeld, men dette skal jeg ikke gå nærmere inn på her.

på lang sikt mer eller mindre motvirker inflasjonsforskjellen. Men forskningen viser også at valutakursene varierer mye mer enn det vi kan forklare med endringer i fundamentale forhold. Valutakursmodeller basert på fundamentale forhold har gjennomgående liten suksess i å forutsi den fremtidige utviklingen i valutakursen. Frankel og Rose (1996, side 1707) oppsummerer med at "det er regelen snarere enn unntaket at store endringer i valutakursen finner sted uten plausible eller påvisbare makroøkonomiske hendelser" (min oversettelse).

Den svake sammenhengen mellom valutakursutvikling og fundamentale forhold henger sammen med at forventet lønnsomhet ved en investering i en bestemt valuta først og fremst avhenger av forventet kursutvikling for valutaen. I teorien kan den store betydningen av forventet kursutvikling virke stabiliserende på valutakursen: Dersom aktørene i valutamarkedet var sikre på det fremtidige kursnivået for en valuta ("likevektskursen"), så ville de kjøpe valutaen hvis kursen var lavere enn dette nivået, og selge valutaen hvis kursen var høyere. Aktørene i valutamarkedet ville derfor selv sørge for at valutakursen bare hadde midlertidige og begrensede avvik fra "likevektskursen". Men i praksis er aktørene i valutamarkedet usikre om fremtidig valutakurs for de aller fleste valutaer, noe som gir rom for betydelig kortsiktige svingninger i valutakursen.

Svingningene i valutamarkedet forsterkes ved at forventningsdannelsen i seg selv kan virke destabiliserende: Dersom en valuta stiger i verdi, vil aktørene ofte forvente at valutaen fortsetter å stige i verdi på kort sikt (for horisonter opp til en måned, se Frankel og Rose, 1996, og Takagi, 1991). Dette kan øke etterspørselen etter valutaen, noe som vil medvirke til at valutaen stiger ytterligere i verdi. Merk at selv om forventningene er kortsiktige, kan virkningen på valutakursen være langvarig, også i situasjoner der markedsaktørene gjennomgående forventer at valutaen ut fra fundamentale forhold på lang sikt skal bevege seg motsatt vei.

Dersom kronekursen skulle appresiere kraftig, ville dette kunne ha store negative konsekvenser for konkurranseutsatt virksomhet i Norge. Hvor store konsekvensene ville bli avhenger av om den kraftige appresieringen ville bli oppfattet som kortvarig eller langvarig. Dersom en økning i kostnadsnivået forventes å bli kortvarig, vil få bedrifter velge å flytte til utlandet med den ekstra kostnad dette innebærer. Men dersom en økning forventes å bli langvarig, vil flytting av virksomheten bli mye mer attraktivt. Norges store petroleumsinntekter kan medføre at en økning i kostnadsnivået vil bli oppfattet som langvarig, og derfor medføre kraftig utflytting. Ved et høyt oljeprisnivå er våre petroleumsinntekter så store at vi trolig vil ha overskudd på driftsbalansen også selv om store deler av konkurranseutsatt sektor flytter til

utlandet. Til sammenligning vil et land uten petroleumsinntekter mye raskere fått store problemer dersom en kostnadsøkning førte til en kraftig reduksjon i konkurranseutsatt sektor. Derfor ville kostnadsøkningen også ha blitt reversert på et tidligere tidspunkt.

Konsekvensene av en midlertidig kostnadsøkning blir mye mer langvarige dersom produktivitetsutviklingen avhenger av produksjonsnivået, slik som en antar i nyere teori om "learning-by-doing", med bakgrunn i Romer (1986). I så fall vil produktivitetsveksten i konkurranseutsatt sektor bli redusert i den perioden da det høye kostnadsnivået demper produksjonen, med negativ virkning på produktivitetnivået i konkurranseutsatt sektor på varig basis.

5. Lønnsdannelse, likevektsledighet og pengepolitisk regime

En omlegging av pengepolitisk regime innebærer en så stor endring i norsk økonomi at det er grunn til å regne med at det også vil påvirke lønnsdannelsen. Et moment her er at solidaritetsalternativet har vært knyttet til fast/stabil valutakurs og sterk vekt på konkurransevnen overfor utlandet. Riktig nok ble lønnsveksten i 1998 betydelig høyere enn hos våre handelspartnere, men det betyr ikke at det ikke kunne gått enda verre. LOs klare motstand mot et inflasjonsmål kan gi grunn til bekymring for hvordan lønnsdannelsen vil fungere dersom vi skulle endre pengepolitisk regime. Alexander et al. (1997) og Rødseth (1997) antyder at omlegging til et inflasjonsmål kan lede til mer desentralisert lønnsfastsettelse, noe som etter mitt skjønn ville være uheldig. Internasjonale sammenligninger tyder på at koordinering i lønnsfastsettelsen, både på arbeidstakersiden og arbeidsgiversiden, bidrar til lav arbeidsledighet (Nickell, 1997).

Sammenhengen mellom pengepolitisk regime og lønnsdannelse kan også belyses på mer prinsipielt grunnlag. I en økonomi som den norske, med noen store aktører i lønnsfastsettelsen (arbeidstaker- og arbeidsgiverorganisasjoner), må en regne med at aktørene tar hensyn til den samlede virkningen av deres lønnsfastsettelse på økonomien. I et regime med fullstendig fast valutakurs fører høy lønnsvekst både til svekkelse av konkurransevnen og til høyere priser. I et regime med et inflasjonsmål kan lønnsfastsettere som har tiltro til sentralbankens evne til å realisere inflasjonsmålet, kunne se bort fra virkningen på inflasjonen. Til gjengjeld vil de måtte regne med at høy lønnsvekst leder til at sentralbanken hever renten for å forhindre økt inflasjon. Hvilket regime som gir det sterkeste lønnspresset, og dermed også den høyeste likevektsledigheten, er uvisst (se Holden, 1998b).

En overgang til et inflasjonsmål innebærer også en mulighet for en komplisert spillsituasjon i en økonomi med sentralisert lønnsfastsettelse. Cubitt (1992) og Skott (1997) viser bl.a. at dersom fagforeningene også misliker inflasjon, kan en uavhengig sentralbank med lav inflasjon som overordnet målsetting innebære en kostnad i form av høyere arbeidsledighet

6 Kan et fastkurs-regime opprettholdes?

6.1 Fullstendig fast valutakurs

Erfaringer fra Norge og andre land viser klart at det kan være vanskelig å opprettholde et regime med fast valutakurs. En årsak til at fastkurs-regimer er blitt oppgitt, er at kursnivået har vært i motsetning til realøkonomiske forhold. Dersom et land over lengre tid har betydelig høyere inflasjon enn det land som en har knyttet sin valuta til, så er den faste valutakursen dømt til å ryke føre eller senere. Men de senere års erfaringer viser at et regime med fast valutakurs kan bli tvunget i kne av valutaspekulasjon også i situasjoner der den gjeldende valutakursen ikke er i strid med fundamentale realøkonomiske forhold.

Årsaken til sårbarheten av et regime med fast valutakurs ligger i muligheten for valutaspekulasjon i form av såkalte "one-way bets" - veddemål der en vanskelig kan tape. "One-way bets" er mulig dersom to forutsetninger er tilstede: 1) markedsaktørene er overbeviste om at valutakursen bare kan bevege seg en vei, og 2) det må være noen å vedde mot (dvs. sentralbanken). Betrakt situasjonen i Sverige høsten 1992, da mange aktører i valutamarkedet mente at den svenske kronen var overvurdert, slik at en revaluering syntes utenkelig. Muligheten for en svensk devaluering/depresiering gjorde det attraktivt å selge svenske kroner, både kroner man hadde, og kroner man måtte låne før man solgte dem. Og den svenske sentralbanken var der til å kjøpe, den skulle jo forsvare kronekursen. Dersom den svenske kronen ikke falt i verdi, ville spekulantenes tap ved dette være meget små, bare transaksjonskostnader og et tap knyttet til en eventuell renteforskjell. Den potensielle gevinsten ved en devaluering av kronen var imidlertid meget stor.

Kombinasjonen av lite potensielt tap og stor potensiell gevinst gjør det attraktivt å spekulere selv om sannsynligheten for en devaluering er liten. Dessuten inviterer dette til å spekulere for store beløp selv med relativt liten egenkapital (i følge Garber og Svensson 1995 kan en selge valuta på termin med et depositum som svarer til ti pst. av salgsbeløpet). Konsekvensen av disse to forholdene er at det kan oppstå spekulasjon for enorme beløp selv på

meget svakt grunnlag, dvs. selv om det i utgangspunktet er liten grunn til at den devaluering skal inntreffe.

I følge Obstfeld og Rogoff (1995) har de fleste sentralbanker likevel tilstrekkelig reserver til å kunne forhindre en devaluering, selv under en kraftig spekulasjonsbølge. Problemet for sentralbankene er imidlertid at spekulasjonsbølgen vil medføre en kraftig økning i det kortsiktige rentenivået, fordi spekulantene i stor grad låner valutaen (som en illustrasjon hevet den svenske sentralbanken dagsrenten til 500 pst i september 1992). Et så høyt rentenivå innebærer store kostnader for den innenlandske økonomien etter relativt kort tid, og de fleste regjeringer/sentralbanker vil heller la valutakursen gå.

6.2 Stabil valutakurs der en tillater kortsiktig variasjon

Et fastkurs -regime som tillater kortsiktige fluktasjoner, og som er uten eksplisitte yttergrenser, slik som vårt nåværende regime, er mye mer robust overfor denne type spekulasjon. Dersom det oppstår et press mot kronen, som våren og sommeren 1998, vil dette etter hvert slå ut i kronekursen. En unngår dermed dramatiske valutakriser med meget høye rentenivåer, som avsluttes med at sentralbanken må oppgi kursen etter å ha tapt mye penger på å forsvare kursen med valutaintervensjoner. Presset mot kronen slår ut i høyere rente under dette regimet også - høyere rente er nødvendig for at kronen etter hvert skal vende tilbake til utgangsleiet, men utslaget i renten blir mindre fordi kronekursen endres.

Valutaintervensjoner kan også spille en viktig rolle innenfor dette regimet. Når et press mot kronen har ført til at kronen har svekket seg, vil ikke markedsaktørene lenger være overbeviste om hvilket vei kronekursen vil gå. Det vil være et område for kronekursen som valutamarkedet oppfatter som rimelig på noe sikt, og innenfor dette området kan sentralbanken påvirke kursen gjennom intervensjoner. Derimot kan sentralbanken ikke på varig basis få kursen utenfor det området som markedet oppfatter som rimelig. I så fall vil jo markedet igjen være overbevist om hvilken retning kronen vil bevege seg, og det vil danne seg et press som er for sterkt til at sentralbanken bør forsøke å stå imot.⁵

⁵ Dersom sentralbanken kjøper kroner når kronekursen er lav (og på den måten får kursen opp), og selger kroner når kronekursen er høy (og på den måten får kursen ned), vil sentralbanken stabilisere kursen og samtidig tjene penger. I følge en litteraturstudie av Edison (1993) viser de fleste studier at sentralbanken oftest tjener på sine valutaintervensjoner. Et viktig unntak er mislykkede forsvar av fastkurs-regimer, der sentralbanken jo er den tapende part i "one-way bets".

I noen situasjoner kan sentralbankens valutaintervensjoner trolig også påvirke hvilket område for valutakursen som markedet oppfatter som sannsynlig. I perioder på høsten 1998 var den norske kronen meget svak, omtrent 10 pst. svakere enn sitt utgangspunkt. I utgangspunktet ble nok dette kursnivået regnet som meget svakt, der ytterligere svekkelse var mindre sannsynlig. Men dersom kronen over lengre tid hadde holdt seg på dette nivået, kunne det etter hvert bli oppfattet som mer normalt, og ytterligere svekkelse tilsvarende mer sannsynlig. I denne situasjonen startet Norges Bank å kjøpe kroner, og kronen styrket seg markert, etter mange markedsaktørers oppfatning på grunn av støttekjøpet (se f.eks. K-Fonds månedsrapport for oktober 1998).

Kunne Norges Bank ved kjøp av kroner høsten 1998 tatt kronekursen helt tilbake til utgangspunktet? Det er lite trolig. Med betydelig mer omfattende kronekjøp enn det Norges Bank faktisk gjorde, kunne en trolig også styrket kronen mer. Men markedet ville snart vite at det er Norges Bank som står bak. Mange markedsaktører ville tvile på om Norges Bank kunne greie å holde kronen sterk, og de ville selge kroner til den gunstige kursen. Dette kunne lede inn i en situasjon der Norges Bank måtte kjøpe stadig flere kroner, før banken til slutt måtte gi opp og la kronen svekke seg.

Samlet sett er likevel min beskrivelse av virkningen av valutaintervensjoner noe mer positiv enn det en umiddelbart kan finne støtte for i økonomisk faglitteratur. Frankel og Rose (1996) skriver at "etter den rådende oppfatning (conventional wisdom) er det lite trolig at sentralbankens kjøp og salg av valuta har særlig virkning på valutakursen". Årsaken til denne forskjellen er at de fleste erfaringene med valutaintervensjoner er fra andre situasjoner enn den jeg drøfter. En del av disse erfaringene er fra land med flytende valutakurs (som USA), der pengepolitikken styres ut fra innenlandske hensyn, først og fremst innenlandsk inflasjon. Slike land har, naturlig nok, også ønsker om hva som er passende valutakurs, og bruker til tider valutaintervensjoner for å påvirke kursen. Men valutamarkedet vet at valutakursen bare er en underordnet målsetting for disse landene. Dersom det oppstår en konflikt mellom landets ønsker om valutakursnivå og hensynet til innenlandsk inflasjon, vil hensynet til valutakursnivået vike. En erklært målsetting om passende valutakurs, med tilhørende valutaintervensjoner, vil kunne bli oppfattet som lite troverdige, fordi markedet ikke tror at landet faktisk vil følge den opp.

Et annet viktig erfaringsområde for bruk av valutaintervensjoner er ved forsvar av en fast valutakurs. Her er, som beskrevet over, erfaringene ofte meget dårlige.

Mulighetene for å holde valutakursen stabil avhenger av i hvilken retning presset går. Generelt sett er det lettere for sentralbanken å forhindre en appresiering enn å forhindre en depresiering. En grunn til dette er at et forsvar mot appresiering innebærer at Norges Bank selger kroner som banken trykker selv, mens et forsvar mot depresiering innebærer at Norges Bank må kjøpe kroner og dermed trekke på sine valutareserver, eller låne. For det andre innebærer spekulasjon om en depresiering at det kortsiktige rentenivået blir drevet kraftig opp, ofte med store kostnader for økonomien (som beskrevet over). Spekulasjon om en appresiering fører til at det kortsiktige rentenivået blir presset ned, noe som vanligvis er mindre problematisk.

7. Fast valutakurs gjennom et seddelfond

En fullstendig fast kronekurs i forhold til euro ville innebære merkbare forenklinger 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 dette 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 valutareserver (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).⁶ 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. For Norges del innebærer dette likevel ingen endring i forhold til den nåværende situasjonen - også i dag har Norges Bank internasjonale reserver som er tilstrekkelige til å kjøpe hele vår basispengemengde (Obstfeld og Rogoff, 1995). Og hovedproblemet ved å holde fast valutakurs ligger nok neppe i mulighetene til å holde fast valutakurs, men snarere i viljen til å motstå spekulasjonsbølgen når det oppstår store kostnadene i form av virkning på rentenivået.

⁶ 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 fremtid 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.

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 fastkurs-regime 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 fastkurs-regime 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 valutaspekulasjon 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 klarere definert oppgave i å holde fast valutakurs. Men disse alternative fremstår som meget risikofylte, dersom spekulasjon mot kronen likevel skulle oppstå.

8. Valutakurv med olje

Et interessant alternativt regime kunne være å ta sikte på å holde kronekursen stabil i forhold til en kurv som i hovedsak besto av euro, men som også inkluderte olje (se Isachsen, 1993). En slik kurv ville innebære at kronen automatisk svekket seg mot euro dersom oljeprisen falt. I forhold til et regime med fullstendig fast kurs ville dette regimet gi den valutakursfleksibilitet som bl.a. Steigum (1997) påpeker kan være ønskelig. Sammenlignet med et regime med flytende valutakurs og inflasjonsmålsetting ville de politiske myndigheter i Norge i dette regimet trolig ha større innflytelse på hvor stor fleksibiliteten (dvs. svingningene i valutakursen) skulle være, gjennom sitt valg av vektorer i kurven. Sammenlignet med det nåværende regime med målsetting om stabil valutakurs, men der kronekursen i noen grad likevel kan se ut til å variere med oljeprisen, innebærer dette regimet at svingningene kan skje på en mer kontrollert måte. Resultatet ville trolig være mindre fare for press mot kronen, slik at regimet trolig ble mer robust. Videre kan dette regimet innebære at renten i mindre grad blir bundet opp til å forsvare en svak krone (ved lav oljepris) eller forhindre at kronen stiger (ved høy oljepris).

En valutakurv som inkluderte en vare, og ikke bare valutaer, ville være en uvanlig kombinasjon, men likevel trolig gjennomførbart i praksis. En viktig forutsetning er at kronen knyttes til en veldefinert oljetype, på et bestemt leveringssted, slik at prisen på oljen ikke lar

seg manipulere. Dette bør være mulig tatt i betraktning at oljemarkedet er stort og relativt homogent.

Det faktum at en meget stor del av Norges eksportinntekter, inklusiv oljeinntektene, er knyttet til dollar blir ofte brukt som argument for en valutakurv som inkluderte dollar. Men det er grunn til å tro at en høy dollarkurs isolert sett slår ut i en lav pris på olje målt i dollar, samtidig som oljeprisen også varierer kraftig uten at dette er forårsaket av dollarkursen. En valutakurv med dollar ville trolig ikke fange opp Norges oljeavhengighet på en tilfredsstillende måte (men dette er åpenbart et empirisk spørsmål, som kan undersøkes ut fra historiske erfaringer).

En valutakurv som inkluderte olje ville også ha åpenbare ulemper. Bl.a. ville det ikke gi den kursstabilitet som næringslivet ønsker, og det kunne bli oppfattet som komplisert og usikkert i valutamarkedet. Men de andre alternativene har også åpenbare ulemper, som kan fremstå som like alvorlige, slik at dette alternativet absolutt bør vurderes.

9. Avslutning

Det er umulig å vite sikkert hvilket pengepolitiske regime som vil være best egnet for Norge i årene fremover. Vi vet ikke nok om hvordan de ulike regimer virker, og heller ikke nok om hvordan økonomien ellers vil utvikle seg. Valget av pengepolitisk regime må ta hensyn til denne usikkerheten.

Vårt nåværende regime står overfor en stor utfordring knyttet til våre store petroleumsforekomster. Usikkerhet og variasjon i oljeprisen bidrar til usikkerhet og svingninger i landets økonomi, og til perioder med press mot kronen. En målsetting om stabil eller fast valutakurs gir normalt ingen mulighet til å bruke pengepolitikken til å stabilisere økonomien. Dette har bidratt til den situasjon vi er i nå, høsten 1998, der et høyt aktivitetsnivå har ført til høy lønnsvekst, med påfølgende tap av konkurransevne overfor utlandet, og det innebærer en risiko for at noe tilsvarende kan skje også i fremtiden.

En overgang til et regime der pengepolitikken styres etter en målsetting om lav inflasjon medfører at en også kan bruke renten i stabiliseringspolitikken. Dette øker mulighetene til å sikre en stabil økonomisk utvikling. Men samtidig vil en inflasjonsmålsetting trolig gi større variasjon i kronekursen. Dette kan gjøre det vanskeligere å opprettholde en konkurranseutsatt sektor som er tilstrekkelig stor også når oljeressursene blir mindre.

En overgang til et inflasjonsmål innebærer også usikkerhet knyttet til hvordan lønnsdannelsen vil bli påvirket. Alexander m.fl. (1997) og Rødseth (1997) antyder at omlegging til et inflasjonsmål kan lede til mer desentralisert lønnsfastsettelse, noe som etter mitt skjønn ville være uheldig. Internasjonale sammenligninger tyder på at koordinering i lønnsfastsettelsen, både på arbeidstakersiden og arbeidsgiversiden, bidrar til lav arbeidsledighet (Nickell, 1997). Dette kan tale for at Norge er bedre tjent med vårt nåværende regime.

Selv om Norge viderefører målsettingen om en stabil kronekurs, må en være forberedt på å måtte akseptere større variasjoner i kronekursen enn det en hadde inntil høsten 1996. Dersom Norges Bank gjennom intervensjoner hele tiden forsøkte å holde kronen nær et utgangsløse rundt 103-105 målt ved ecu-indeksen, ville en ofte komme i situasjoner der valutamarkedet oppfatter risikoen som ensidig, dvs. at kronen bare kunne gå en vei. I en slik situasjon vil selv omfattende intervensjoner fra Norges Bank trolig bare ha kortvarig virkning på kronekursen. Derimot bør myndighetene være beredt til å bruke offensive intervensjoner dersom kronen skulle få store avvik fra utgangsløset.

Målsettingen om å få kronen tilbake til utgangsløset vil tidvis kreve at vi holder et betydelig høyere rentenivå enn euro-renten. Men hvor stor renteforskjellen mot euro bør være må også ses i lys av utviklingen i norsk økonomi. Dersom et for høyt rentenivå skaper problemer i norsk økonomi, ville dette neppe øke troverdigheten til vår valutakursmålsetting. I så fall er det bedre å sette renten noe ned, men fortsatt betydelig over euro-renten.⁷

Når euroen blir introdusert som felles valuta, og særlig dersom ett eller flere av landene Storbritannia, Sverige og Danmark blir med, kan det være aktuelt for Norge å forsøke å etablere en fullstendig fast valutakurs i forhold til euro. Hvordan dette eventuelt skulle gjøres krever imidlertid en nøyere vurdering. Etter mitt skjønn er det vanskelig å se noen akseptabel og realistisk institusjonell ordning som gir en tilstrekkelig troverdighet om en fast kurs i forhold til euro. Dersom det ikke er mulig å oppnå tilstrekkelig troverdighet, er Norge bedre tjent med å videreføre sitt nåværende regime.

⁷ Dette synet kan finne støtte i erfaringene fra det Europeiske Monetære System EMS. Da den stramme pengepolitikken bidro til å øke arbeidsledigheten i Frankrike på slutten av 1980-tallet, hadde dette en negativ virkning på troverdigheten av fastkursmålsettingen (Drazen og Masson, 1994).

Referanser:

- Akerlof, G.A., W.T. Dickens og W.L. Perry. (1996). The macroeconomics of low inflation. Brookings Papers on Economic Activity 1, 1-75.
- Alexander, W.E., J.H. Green, og B. Arnason (1997). A monetary policy framework for Norway, the options. I Christiansen, A.B. og J.F. Qvigstad (eds). (1997). Choosing a Monetary Target. Scandinavian University Press.
- Bakke, H. (1998). Euroen kan felle Bondevik. Dagsavisen 2. november.
- Barro, R.J. (1995). Inflation and economic growth. Bank of England Quarterly Bulletin 35, 2, May, 166-176.
- Bernanke, B.S. og K. Carey (1996). Nominal wage stickiness and aggregate supply in the great depression. Quarterly Journal of Economics 111, 853-883.
- Bullard, J. og J.W. Keating (1995). The long-run relationship between inflation and output in postwar economies. Journal of Monetary Economics 36, 477-496.
- 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.
- Christiansen, A.B. og J.F. Qvigstad (eds). (1997). Choosing a Monetary Target. Scandinavian University Press.
- Cubitt, R.P. (1992). Monetary policy games and private sector precommitment. Oxford Economic Papers 44, 513-530.
- Dornbusch, R. og S. Fischer (1994). Macroeconomics. McGraw-Hill.
- Drazen, A. og P.R. Masson (1994). Credibility of policies versus credibility of policymakers. Quarterly Journal of Economics, 735-754.
- Driffill, J. , G.E. Mizon og A. Ulph (1990). Costs of inflation. I B.M. Friedman og F.H. Hahn (eds). Handbook in Monetary Economics, vol 1, North-Holland.
- Edison, H.J. (1993). The effectiveness of central-bank intervention: A survey of the literature after 1982. Special papers in international economics no. 18, Princeton University.
- Feldstein, M. (1995). The costs and benefits of going from low inflation to price stability. National Bureau of Economic Research WP 5469.
- Fischer, S. (1996). Why are central bankers pursuing long-run price stability? I Achieving Price Stability. Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, 7-34.
- Frankel, J.A. og A.K. Rose. (1996). Empirical research on nominal exchange rates. I Handbook of International Economics, G.M. Grossman and K. Rogoff (eds), North-Holland.

- Froot, K.A. og K. Rogoff. (1996). Perspectives on PPP and long-run real exchange rates. I Handbook of International Economics, G.M. Grossman and K. Rogoff (eds), North-Holland.
- Garber, P.M. og L.E.O. Svensson. (1996). The operation and collapse of fixed exchange rate regimes. I Handbook of International Economics, G.M. Grossman and K. Rogoff (eds), North-Holland.
- Grubb, D. (1986). Topics in the OECD Phillips curve. Economic Journal 96, 55-79.
- Hargreaves Heap, S.P. (1980). Choosing the wrong natural rate: Accelerating inflation or decelerating employment and growth. Economic Journal 90, 611-620.
- Holden, S. (1993). Inflasjon og arbeidsledighet - Om tolkning av empiriske funn og implikasjoner for økonomisk politikk. Sosialøkonomen 47, nr 9, 10-15.
- Holden, S. (1994). Wage bargaining and nominal rigidities. European Economic Review 38, 1021-1039.
- Holden, S. (1995). Valg av penge- og valutapolitisk regime. Arbeidsnotat nr. 27, Finansdepartementet.
- Holden, S. (1997a). Kronekurs og valutakursregime - må kronen appresiere? Sosialøkonomen 51, nr 5, 2-8.
- Holden, S. (1997b). Wage bargaining, holdout and inflation. Oxford Economic Papers 45, 235-255.
- Holden, S. (1998a). Renegotiation and the efficiency of investments. Kommer i Rand Journal of Economics.
- Holden, S. (1998b). Wage setting under different monetary regimes. Manuskript, Sosialøkonomisk institutt, Universitetet i Oslo.
- Holden, S. og B. Vikøren (1996). The credibility of a fixed exchange rate: How reputation is gained or lost. Scandinavian Journal of Economics 98, 485-502.
- Isachsen, A.I. (1997). Norsk valutapolitikk - Hvilke alternativer har vi å velge mellom? Sosialøkonomen, nr 11, 16-21.
- Isachsen, A.I. (1997). Norge og felles mynt i Europa. Foredrag Voksenåsen hotell, 30.oktober.
- Obstfeld, M. og K. Rogoff. (1995). The mirage of fixed exchange rates. Journal of Economic Perspectives 4, 73-96.
- Osband, K. og D. Villanueva (1993). Independent currency authorities. IMF Staff Papers 40, 202-216.
- MacLeod, W.B. og J. M. Malcomson (1993). Investments, hold-up and the form of market contracts. American Economic Review 83, 811-837.

- Mark, N.C. (1990). Real and nominal exchange rates in the long run. Journal of International Economics 28, 115-136.
- Moum, K. og T. Eika (1998). Pengepolitikk som virkemiddel i dagens konjunktursituasjon. Økonomiske analyser 17, 3-15.
- Nickell, S. (1997). Unemployment and labor market rigidities: Europe versus North America. Journal of Economic Perspectives 11, nr 3, 55-74.
- Romer, P.M. (1986). Increasing returns and long-run growth. Journal of Political Economy 94, 1002-1037.
- Rose, A. K. og L.E.O. Svensson (1994). European exchange rate credibility before the fall. European Economic Review 38, 1185-1216.
- Rødseth, A. (1996). Exchange rate versus price level targets and output stability. Scandinavian Journal of Economics 98, 559-578.
- Rødseth, A. (1997). Monetary policy objectives in Norway. I Christiansen, A.B. og J.F. Qvigstad (eds). (1997). Choosing a Monetary Target. Scandinavian University Press.
- Sarel, M. (1996). Nonlinear effects of inflation on economic growth. IMF Staff Papers 43, 199-215.
- Skott, P. (1997). Stagflationary consequences of prudent monetary policy in a unionized economy. Oxford Economic Papers 49, 609-622.
- Steigum, E. (1997). Comment. I A.B. Christiansen og J.F. Qvigstad (eds). Choosing a Monetary Target. Scandinavian University Press.
- Summers, L. (1996). Commentary: Why are central bankers pursuing long-run price stability? I Achieving Price Stability. Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, 35-43.
- Takagi, S. (1991). Exchange rate expectations. A survey of survey studies. IMF Staff Papers 38, 156-183.
- Tobin, J. (1965). Money and economic growth. Econometrica 33, 671-684.
- Tobin, J. (1972). Inflation and unemployment. American Economic Review 62, 1-18.
- Walters, A. (1986). Britain's Economic Renaissance. Oxford University Press.