

## Kronen: Hva gjør vi nå?

av Steinar Holden (trykket i Dagens Næringsliv 17. desember 1998)

Uroen i valutamarkedet har gitt ny næring til debatten om vårt pengepolitiske regime. På en måte er dette litt ironisk, fordi forskjellen mellom de to aktuelle alternativer (å fortsette med et mål om stabil valutakurs, eller omlegging til inflasjonsmål) ikke er særlig stor akkurat nå. Også innenfor et regime med inflasjonsmålsetting er det nødvendig at kronen styrkes, ellers vil kronesvekkelsen føre til økt inflasjon. Enkelte hevder renten ville blitt satt noe ned under et inflasjonsmål. Dette kan tenkes, men er på ingen måte opplagt, det avhenger av hvor ambisiøs inflasjonsmålsettingen er. Som jeg skal komme tilbake til, kan renten også settes ned innenfor det nåværende regimet, dersom det skulle oppstå store problemer i norsk økonomi.

En annen forunderlig side ved debatten om pengepolitisk regime er at et av de viktigste forholdene, nemlig virkningen på lønnsfastsettelsen, blir drøftet så overfladisk. Dette er et stort usikkerhetsmoment ved en eventuell omlegging til inflasjonsmål. I Norge har lønnsfastsettelsen og inntektspolitikken vært nært knyttet til målet om stabil valutakurs, der partene i arbeidslivet vet at de har ansvaret for utviklingen i konkurranseevnen overfor utlandet. Dette har bidratt til at lønnsveksten i Norge har vært moderat gjennom 1990-tallet, med unntak for de siste årene da presset i arbeidsmarkedet har blitt for sterkt. Ved en inflasjonsmålsetting fører svingninger i valutakursen til at sammenhengen mellom lønnsvekst og konkurranseevne blir svakere. Det kan føre til høyere lønnsvekst.

Vi vet lite om hvordan lønnsfastsettelsen vil fungere under et inflasjonsmål. De land som har inflasjonsmål har gjennomgående mye svakere fagforeninger enn det vi har i Norge. Et unntak er Sverige, der fagbevegelsen er vel så sterk. Men de svenske erfaringene med lønnsfastsettelse under inflasjonsmål er ikke noe å skryte av. Der har høy arbeidsledighet vært kombinert med høy lønnsvekst gjennom store deler av 1990-tallet.

Et tredje forunderlig moment er at så mange ser ut til å tro at en inflasjonsmålsetting alltid vil virke stabiliserende for økonomien. Dette er riktig ved normale konjunktursvingninger. Men dersom en nedgangskonjunktur har sin bakgrunn i høy lønnsvekst og svekket konkurranseevne, må sentralbanken sette opp renten for å dempe den inflasjonen som lønnsveksten forårsaker. Da vil den høyere renten forsterke nedgangskonjunktoren. Det er derfor en tilsnikelse når enkelte tilhengere av en inflasjonsmålsetting også omtaler det som et "stabilitetsmål".

Nå er det ikke til å komme bort i fra at det også er betydelige svakheter ved det nåværende regimet. Her er det mindre uenighet, så det vil jeg ikke bruke plass på. I resten av artikkelen vil jeg fokusere på hvordan politikken bør legges opp innen det nåværende regimet.

Det er lite realistisk å tro at vi kan få kronen tilbake til utgangsløyet de nærmeste månedene. Så lenge markedet oppfatter det opprinnelige kursløyet som lite troverdig, er det i praksis umulig for Norges Bank å få kronen helt tilbake. Store intervensjoner ville med høy sannsynlighet bli møtt med en flukt ut av kroner, uten noen varig virkning annet enn at Norges Bank hadde tapt penger og troverdighet.

Bør vi innse tapet, og etablere et nytt kursløy på et svakere nivå? Nei, det ville i praksis si en devaluering. Det er ikke det Norge trenger nå. Presset i norsk økonomi er fortsatt høyt, og en devaluering ville trolig slå ut i høy lønns- og prisvekst.

Bør Norges Bank sette renten opp ytterligere, for å styrke troverdigheten om valutakursmålsettingen? Nei, det ville trolig være en dårlig ide. Høy rente er svært ubehagelig for vanlige låntakere (bedrifter og husholdninger). For aktører i valutamarkedet er renten mindre viktig enn forventningene om hvordan kronkursen utvikler seg. Dersom kronen svekker seg med en prosent i løpet av en måned, tilsvarer dette en renteforskjell på 12 prosent på årsbasis. Derfor vil økt rente nå neppe ha særlig betydning for kronkursen.

I tillegg kommer at økt rente kan være skadelig for norsk økonomi. Dette er i seg selv et meget viktig moment. Og dersom høyere rente skulle lede til omfattende konkurser og økende ledighet, kan dette svekke troverdigheten til kronkursen på noe sikt. Dette erfarte bl.a. Frankrike for ti år siden, da det høye rentenivået gjennom å forsterke ledighetsproblemene trolig bidro til å undergrave troverdigheten om pengepolitikken.

Hva bør gjøres? Vår målsetting om etter hvert å få kronen tilbake til utgangsløst krever at renten er klart høyere enn euro-renten. Men hvor høy renten er, må også ses i lys av utviklingen i norsk økonomi. Dersom det oppstår omfattende problemer i norsk økonomi, burde renten settes noe ned, men fortsatt klart over euro-renten.

Valutaintervensjoner er også en viktig del av strategien. Norges Bank kjøpte en betydelig mengde kroner da kronen var nær sitt svakeste, noe som trolig bidro til at kronen styrket seg markert. De påfølgende intervensjonene, etter at kronen hadde styrket seg, har antakelig hatt mindre virkning. Trolig bør Norges Bank bare intervensjonere når kronen er vesentlig svakere. Vi må akseptere betydelige svingninger i kronkursen.

En avgjørende forutsetning for at strategien skal lykkes er at lønnsveksten raskt faller ned til nivået hos våre handelspartnere. Hvis lønnsveksten forblir høy, er målsettingen om stabil valutakurs dømt til å mislykkes. Da er omlegging til et inflasjonsmål en nærliggende løsning. Dersom partene i arbeidslivet ønsker å videreføre valutakurspolitikken, bør de være sitt ansvar bevisst. De bør også gi signaler til omgivelsene om at de er det. (Du kan lese mer om forskjellen på inflasjonsmål og valutakursmål på min hjemmeside <http://www.uio.no/~sholden/>.)