

Arne Jon Isachsen, BI  
Håvard Hungnes, SSB

## NY KURS FOR NORSK PENGEPOLITIKK?

Rentenedgangen synes over for denne gangen. Styringsrenten til Norges Bank er blitt redusert 7 ganger, fra 7,0% i desember 2002 til 2,5% ni måneder senere. I samme periode har prisen på euro variert mellom 7,30 kr og 8,20 kr.

Hvor vellykket har denne berg- og dalbanen for norsk pengepolitikk vært? Kan man tenke seg en annen måte å drive pengepolitikk på som vil gi bedre resultater?

For å måle i hvilken grad noe er vellykket, trenger man noe å måle mot. I de nye retningslinjene for pengepolitikken av mars 2001 heter det at man skal ta sikte på en årlig prisstigningstakt på 2,5%. Videre skal pengepolitikken bidra til å stabilisere valutakursen. Lav inflasjon og stabil valutakurs gir gode rammevilkår for økonomiske beslutninger, for husholdninger så vel som for bedrifter.

I Norges Banks tolkning av disse retningslinjene har man ensidig lagt vekt på målet om inflasjon nær 2,5%. Etter siste rentemøte den 17. september, uttalte Norges Bank at det var like sannsynlig at prisstigningen et par år frem i tid ville ligge over som under dette måltallet. Banken kunne like gjerne sagt at reduksjonen i Norges Banks foliorente fra 3,0% til 2,5% var den siste i denne omgangen.

Mens rentenedgangen som startet i desember ifjor, førte til en temmelig jevn svekkelse av den norske kronen, har utviklingen snudd etter den siste rentenedgangen – i løpet av et par dager har kronen styrket seg med et par prosent mot euro. Grunnen synes å være at med fravær av forventninger til ytterligere rentereduksjoner, blir kronen mer attraktiv. Etterspørselen går noe opp og kronekursen styrker seg.

Norges Bank legger stor vekt på åpen og god kommunikasjon med markedet. Samtidig har vår sentralbank gjort det klart at måltallet for inflasjonen er det som betyr noe – utviklingen i valutakursen er av sekundær betydning. En slik bagatellisering av valutakursen har vist seg lite hensiktsmessig. Det er tre grunner for dette.

1. Med en importandel på godt over 40% slår endringer i valutakursen kraftig og temmelig kjapt inn i det norske prisnivået. Grunnen til at Norges Bank har bommet så solid på sitt mål om 2,5% inflasjon – for tiden er den under 1,0% - lar seg langt på vei forklare av at prisen på euro gjennom siste halvår i fjor lå rundt 7,30 kr, dvs. at kronen var mer enn 10% sterkere enn det vi fra tidligere var vant med, nemlig en europris på rundt 8,30 kr.
2. ”Dollaren er vår valuta, men ikke vårt problem”, sa en gang en amerikansk finansminister. Tilsvarende kan ikke Per-Kristian Foss koste på seg. Hvorfor det? Fordi import og eksport betyr langt mindre for en stor økonomi enn for en liten. I tillegg kan USA ha en noe avslappet holdning til en for sterk valuta; det tilhørende importoverskuddet lar seg lett finansiere ved å utstede gjeldspapirer i egen valuta.
3. Norges Banks kommunikasjon med markedet har gjort at aktørene har mistet sitt tidligere ankerfestet for forventet kronekurs. Når vi vet at makroøkonomiske variable ikke er i stand til å forklare kursutviklingen, blir det stor usikkerhet. Kursen kan gå

hvilken vei som helst. Nettopp fraværet av en god teori for hvordan renter, økonomisk vekst, resultat på driftsbalansen, lønnsutvikling etc. påvirker valutakursen gjør det fritt fram for bevegelser i kursen som har lite feste i den underliggende realøkonomiske utviklingen. En feil valutakurs kan gi uønskede og varige realøkonomiske effekter.

For å unngå en uønsket styrking av kronen i tiden som kommer, har våre pengepolitiske myndigheter to muligheter:

1. De kan skape økt usikkerhet i markedet. Vil man intervensere ved å tilføre mer kroner og derved svekke kronekursen? Vil man – i lys av en stigende kronekurs – gå ut å si at for å nå prismålet kan det være behov for en ytterligere rentenedgang?
2. Norges Bank kan ta inn over seg egenverdien av en stabil valutakurs og kommuniserer dette til markedet. Gjeldende forskrift for norsk pengepolitikk gir solid ryggdekning for en slik presisering.

Tidligere hadde vi fokus på stabil valutakurs. En forutsetning for at prisen på euro skulle holde seg rundt 8,30 kr, var at norsk inflasjon var på linje med eurolandenes. I Norges Banks uttalelser ble det lagt stor vekt på at stabil og lav inflasjon var en forutsetning for stabil kronekurs. Med overgang til eksplisitt inflasjonsmål bør vi snu argumentet; en forutsetning for å holde norsk prisstigning på 2,5%, med margin på ett prosentpoeng hver vei, er en stabil valutakurs.

Med stabil kurs menes at målområdet for kursen ligger fast – en pris på euro på rundt 8,30 kr – men med bløte bånd rundt. Avvik fra kursen trenger ikke avstedkomme noen umiddelbar handling fra Norges Banks side. Det kan være nok å minne om hvilket nivå myndighetene anser som passende.

Med troverdighet for at valutakursen tidvis svinger innom 8,30 kr for en euro, er det mindre sannsynlig at vi vil oppleve store og langvarige avvik fra dette nivået. Det er gode nyheter for Norges Bank; endring i renter kan dermed gjennomføres uten noen stor frykt for at valutakursen drar av sted i uønsket retning. Vi kan bruke rentepolitikk for innenlandsk stabilisering.

Dersom markedet skal feste lit til at kronen har et nominelt ankerfeste som den tidvis vil vende tilbake til, er det helt vesentlig at både finans- og inntektspolitikken bygger opp under pengepolitikken. Kronkursen må virke koordinerende for inntektsoppgjørene, dvs. vi må ikke tillate oss lønnsøkninger utover hva arbeidstakere i euroområdet gjør. Og tilsvarende må politikerne se til at offentlige budsjetter holdes innen rammer som gjør at konkurranseevnen lar seg forsvare med en stabil kronekurs.