

Arne Jon Isachsen
8. september 2003

NY SENTRALBANKSJEF – OG NY PENGEPOLITIKK?

Utøvelsen av norsk pengepolitikk har endret seg klart etter at Svein Gjedrem tiltrådte som sentralbanksjef i januar 1999. Før Gjedrem lå hovedfokuset på valutakursen: Renten ble satt opp hvis kronen var for svak, og ned hvis kronen var for sterk.

Etter at Gjedrem inntok sjefstolen i Norges Bank, ble fokus flyttet over på de underliggende forutsetningene for stabil valutakurs. Norges Bank gjentok gang på gang at Norge måtte ha en pris- og kostnadsutvikling på linje med andre land for å oppnå stabil valutakurs.

Endring av fokus skyldtes nok ikke bare at Norges Bank fikk ny sjef. Erfaringer hadde vist at en for ensidig fokusering på valutakursen kunne føre til spekulasjoner mot kronen. Gjennom 1998 ble det spekulert kraftig mot vår valuta. Kronekursen svekket seg, og Norges Bank satt gjentatte ganger opp renten for å forsvare kronens eksterne verdi. I august 1998 – med en foliorente på 8% - sa banken stopp. Nå var det slutt med å heve renten. Nå var det slutt med å kjøpe tilbake kronefordringer.

Med mer eksplisitt fokus på lav inflasjon, som en forutsetning for en stabil valutakurs, gav Norges Bank seg selv en noe større frihetsgrad i utøvelsen av pengepolitikken.

I brev til Finansdepartementet angående budsjettet for 2000 (21. oktober 1999) heter det at det vil være "aktuelt å endre retningslinjene for pengepolitikken" hvis det er "et politisk ønske om å ekspandere offentlig aktivitet". Handlingsregelen for finanspolitikken innebærer en forsiktig innfasing av oljepenger. Da denne reglen skulle legges frem tidlig i 2001, ble retningslinjene for pengepolitikken også endret. Det sentralbanken åpenbart selv ønsket – en overgang til prismål – ble etablert. Når Finansdepartementet falt ned på 2,5% prisstigning, pluss/minus ett prosentpoeng, så man trolig dette som forenelig med stabil valutakurs. På den bakgrunn blir det rimelig at pengepolitikken også skal bidra til å stabilisere valutakursen, slik det heter i forskriften.

I mars 2001 fikk Norges Bank en ny forskrift samtidig som en handlingsregel for bruk av oljepenger ble vedtatt. Etter denne reglen har man anledning til et underskudd på statsbudsjettet – før oljeinntekter - tilsvarende fire prosent av verdien av Statens petroleumsfond ved inngangen til året. Men krever denne handlingsreglen noen ny forskrift for pengepolitikken?

Hvis innfasingen av oljepengene gjør at vi kan flytte noe arbeidskraft over fra konkurranseutsatt virksomhet (industri) til rene innenlandske aktiviteter (helse og skole), blir det behov for en noe sterkere krone eller en periode med noe høyere norsk inflasjon.

Norges Bank valgt et noe høyere inflasjonsmål innenfor den gamle forskriften, med bibehold av stabil valutakurs som operasjonelt mål.

Imidlertid er det ikke opplagt at handlingsregelen nødvendiggjør en sterkere krone eller en noe høyere inflasjon.. Norge har lenge brukt oljepenger, og i perioder mye mer enn det handlingsregelen tilsier. Bruken av oljepenger var riktignok lav rundt årtusenskiftet, men det skyldtes i stor grad konjunktursituasjonen. I tiden etter den siste nedskrivningen av den norske kronen – den på 10 % i mai 1986 – har vi i de fleste årene brukt mer oljeinntekter over statsbudsjettet enn hva den handlingsregelen som vi nå har fått, legger opp til. Handlingsregelen trenger derfor ikke innebære en endring i bruken av oljepengene - den kan snarere tolkes som en presisering av hvor mye man vil bruke hvert år i tiden fremover. I så fall kunne Norges Bank fortsatt med den gamle forskriften uten å endre inflasjonsmålet.

Men når Norges Bank først har fått en ny forskrift, må man selvfølgelig forholde seg til den. Norges Bank kunne lagt følgende tolkning av den nye forskriften til grunn:

I en liten, åpen økonomi blir den innenlandske prisstigningen i stor grad påvirket av prisstigningen ute. Med lav inflasjon i handelslandene er stabile forventninger til valutakursutviklingen et viktig og selvstendig bidrag til lav og stabil inflasjon i Norge. En forsiktig innfasing av oljepenger kan tilsi en viss realappresiering av kronen over tid. Dette kan i så fall oppnås med en noe høyere inflasjon i Norge enn i utlandet, samtidig som valutakursen holdes stabil. Dette er i samsvar med den nye forskriften.

Ved en slik tolkning bygger man på de gode erfaringene fra perioden 1994 - 2002, og spesielt på fokuset Norges Bank hadde i årene 1999 - 2002. En slik retorikk fra Norges Banks side ville bidratt til å stabilisere forventningene til valutakursutviklingen. I stedet har retorikken tidvis trukket i motsatt retning.

I en liten åpen økonomi kan det være gode grunner for å ha måltall både for inflasjon og for valutakurs. Disse måltallene må være forenlige. Det blir analytisk vederheftig med en eksplisitt valutakurspolitikk for Norge dersom man erkjenner at kommunikasjon med markedet i seg selv er et virkemiddel.