

Inflasjonsstyring varer neppe evig



Månedsbrev 01/2016

Vi har inflasjonsstyring som pengepolitisk regime. Inntil vi har noe annet.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Da man på sommeren i 1990 besluttet at nå kunne utlendinger fritt kjøpe norske verdipapirer, og nordmenn tilsvarende fritt kjøpe utenlandske, var det egentlig bare et tidsspørsmål før regimet med fast valutakurs ville gå fyken. Høsten 1992 minnes vi som tiden da europeiske valutaer fikk kjørt seg. De devaluerte i tur og orden, eller gikk over fra fast til flytende kurs. Nederlandske gylden og danske kroner stod i mot – det vil si de holdt løftet om et fast vekslingsforhold til tyske mark.

Den 10. desember 1992 ringte klokkene for oss. Norges Bank gikk bort fra løftet om at én ecu (som euro het før den fikk navnet euro) skulle koste 7,994 norske kroner, med en liten margin opp og ned.

Flytende valutakurs med ankerfeste

Hvordan håndtere flytende valutakurs? Vi hadde bare erfaring med fast. Etter noe famling endte vi med en hybrid variant: I 1994 sa Norges Bank at man gjerne så prisen på én ecu lå rundt 8,31 kroner. Ingen fast kurs, med gitte svingningsmarginer rundt. Men et fromt ønske. Som man ville gjøre sitt for å innfri. Både finans- og pengepolitikken skulle bidra til at 8,31 ble en pris på ecu i kroner som markedet var tilfreds med. Det skulle også inntektspolitikken.

Man fikk det beste av begge verdener. En rimelig stabil krone, uten behov for massive intervensjoner fra sentralbanken. Samtidig med at stabiliseringspolitikken beholdt sitt nominelle ankerfeste – en gitt pris på ecu.

Men altså uten noe løfte fra Norges Bank om til en hver tid å forsvare denne kursen. Dette siste var det nye. Som var helt nødvendig, gitt frie kapitalbevegelser. Vi kan si at kronen fløt med et fast ankerfeste. Om kursen kom langt nok unna 8,31, ville myndighetene innrette den økonomiske politikken med sikte på å få kursen tilbake til 8,31. Flytende kurs med tilbakevendingsregel, kunne vi kalle det. Som dermed får et stabilt ankerfeste. Ligger på svai, ville kanskje folk med seilbåt kalle det.

Etter hvert forstod markedet denne innretningen av vår penge- og valutapolitikk. Stabilisering av valutakursen via en tilbakevendingsregel. Mon tro om man ikke i mangt et meglerhus hadde et skilt på veggen dere det stod:

"Beware – every now and then the price of ecu in terms of Norwegian kroner is 8.31."

Med et slikt skilt å la seg veilede av ville valutameglere verden rundt tendere til å kjøpe kroner når kursen nærmet seg ni-tallet, og å selge vår valuta når kursen gikk under åtte. Hvilket innebærer markedets bistand til ønsket stabilisering av valutakursen.

Dette valutakurssystemet fungerte bra i perioden vi hadde det, fra 1994 og frem til mars 2001. Men det var ikke moteriktig. Nå var det inflasjonsstyring som gjaldt. Det var

"Beware – every now and then the price of ecu in terms of Norwegian kroner is 8.31."

så godt som alle ledende akademikerne på feltet enige om. Samtidig som handlingsregelen for bruken av oljepenger ble innført, gikk vi bort fra systemet med tilbakevendingsregel for valutakursen og over til inflasjonsstyring.

Inflasjonen endelig på plass

Norges Bank har slitt fælt med å innfri inflasjonsmålet. Den årlige stigningen i konsumprisindeksen lå lenge langt under måltallet på 2,5 prosent. Men nå er vi der. Takket være Norges Bank? Nepppe.

Takket være valutamarkedet. Som har gitt oss en formidabel svekkelse av den norske kronen, med tilhørende høyere priser på import og eksportkonkurrerende varer og tjenester. I løpet av det siste halve året har den importveide indeksen for norske kronen depreciert med 12 prosent. Det gir sus i serken for norsk inflasjon.

En kontrafaktuell historie

Hvordan ville norsk økonomi ha klart seg de siste femten årene om vi hadde holdt fast på valutakurssystemet fra årene 1994 – 2001? Det kan vi ikke vite. Men noe vet vi. Nemlig at det tilbudssidesjokket som fremveksten av Kina innebar, ville kunne ha blitt håndtert på en mer hensiktsmessig måte.

Tilbudssidesjokk kaller vi det, når bytteforholdet ble dramatisk forbedret ved Kinas inntreden i den globale økonomien. Egentlig

litt pussig at vi gikk over til inflasjonsstyring i mars 2001, snaue ni måneder før Kina kom med i Verdens handelsorganisasjon (WTO). Betydningen for norsk økonomi av Kinas inntreden i det globale markedet, kan vanskelig overvurderes. Kineserne kjøper det vi selger og driver prisene opp. Vi kjøper mye fra Kina, til stadig lavere priser.

I en liten åpen økonomi som den norske vil stadig billigere import trekke veksten i konsumprisindeksen ned. Med mål om at den skal være rundt 2,5 prosent, må sentralbanken dermed dra til med en ekspansiv pengepolitikk, det vil si sette rentene ned. Det blir billigere å låne. Boligprisene tar til å skyte i været. Den inflasjonen vi gjerne skulle sett fant sted i markedet for varer og tjenester, finner vi i stedet i boligmarkedet og i markedet for aksjer og obligasjoner.

Inflasjonsstyring er ingen god rettesnor for pengepolitikken når et tilbudssidesjokk inntreffer.

Inflasjonsstyring varer neppe evig. Da er det greit å ha tenkt gjennom noen alternativer.

Med en vellykket politikk basert på stabil valutakurs og tilbakevendingsregel ville den norske kronen vært mindre volatil de siste 15 årene og adskillig sterkere i dag enn hva tilfellet er. En inflasjon på én prosent eller mindre ville ikke vært noe problem, og ville ikke avstedkommet noen senkning av styringsrenten til Norges Bank. Et høyere

norsk rentenivå ville dempet presset i boligmarkedet. Det finansielle systemet ville vært mer robust.

Klart at dette er kontrafaktuell. Vi vil aldri vite hvordan norsk økonomi hadde tidd seg med bibehold av valutakursregimet vi hadde frem til 2001. Det som imidlertid forundrer meg er at vi ikke bruker litt tid og krefter og ressurser på å prøve forstå hvordan det ville ha gått.

Inflasjonsstyring varer neppe evig. Da er det greit å ha tenkt gjennom noen alternativer. Slik at vi ikke blir tatt på senga en gang til. Slik vi ble det den 10. desember 1992.

4. januar 2016

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>