

Arne Jon Isachsen  
Handelshøyskolen BI  
8. april 2003

## TO ÅR MED INFLASJONSMÅL

Ved utgangen av mars i 2001 kom en ny forskrift fra Regjeringen der Norges Bank fikk i oppgave å sørge for at den årlige prisstigningstakten holdes nær 2,5 prosent. Det operasjonelle målet for norsk pengepolitikk ble dermed endret fra en stabil valutakurs mot euro til en stabil utvikling i det generelle prisnivået.

Gjennom siste halvdel av 1990-årene hadde inflasjonsstyring blitt det akademisk korrekte fokus for pengepolitikken. Allerede i 1997 hadde Norges Bank startet utgivelsen av en kvartalsvis inflasjonsrapport - på linje med hva land med ren inflasjonsstyring gjorde. Med Svein Gjedrem som ny sentralbanksjef i januar 1999 økte fokuseringen på prisstabilitet ytterligere. Hans hyppig gjentatte argument var at dersom prisen på euro skulle holde seg stabil over tid, måtte prisstigningen i Norge være på linje med den i Euroområdet, dvs. rundt 2 prosent.

I den nye forskriften ble prismålet satt til 2,5 prosent. Det er et halvt prosentpoeng høyere enn hva Gjedrem hadde lagt til grunn i sin rentesetting. Den halve prosenten ekstra tar høyde for at en forsiktig økning i statens bruk av oljepengene krever en viss overføring av ressurser fra konkurranseutsatt til skjermet sektor, samtidig som den nominelle valutakursen holdes stabil.

Ved den nye forskriften gav regjeringen sin velsignelse til hva som langt på vei *de facto* allerede hadde funnet sted. Hvor gjennomtenkt var denne omlegningen fra Regjeringens side? Hvordan har Norges Bank tolket de nye retningslinjen? Og hvordan kunne Norges Bank i sitt rentemøte den 30. oktober 2002 unnlate å senke renten, eller gi signal om å senke den, gitt den tolkningen av mandatet Banken selv legger til grunn?

Pengepolitikk kan i seg selv ikke skape verdier. Det beste bidraget pengepolitikken kan gi er å legge forholdene til rette for en god realøkonomisk utvikling. På litt sikt vil fastsettelse av korte renter, med tilhørende tilførsel av likviditet, bestemme prisnivå og valutakurs. Hvilken av disse to variable bør da myndighetene la ha forrang, dvs. være det operasjonelle målet for den løpende utøvelsen av pengepolitikken?

Utviklingen i norsk økonomi fra mai 1994 til mars 2001 - dvs. i den perioden det forrige regimet fungerte - var god. I gjennomsnitt økte verdiskapningen i Fastlands-Norge med 3,7 prosent pr. år, den årlige prisstigningstakten varierte mellom 1,3 prosent i 1996 og 3,1 prosent i 2000. I gjennomsnitt steg konsumprisindeksen med 2,2 prosent pr. år i denne perioden.

Valutakursen varierte mer; målt som 30 dagers glidende gjennomsnitt fra 7,72 kroner pr. euro i januar-februar 1997 til 8,95 kroner pr. euro elleve måneder senere. Formuleringen i Revidert Nasjonalbudsjett fra 1994, om at virkemiddelbruken skulle innrettes med sikte på å bringe kursen "tilbake til utgangsleiet", virket etter hensikten: Avvikene fra

utgangsleiet (anslått til en pris på euro mellom 8,23 kr og 8,39 kr) varte aldri lenger enn 8-9 måneder.

Norges penge- og valutapolitiske erfaring i denne perioden (1994-2001) er meget spesiell. Perioden var langt fra problemfri. På høsten 1997 følte Norges Bank seg tvunget til å sette renten lavere enn godt var, fordi kronen da var særlig populær. Året etter var bildet det motsatte. Men svingningene i kronkursen, selv om de var relativt store etter norske forhold, var meget beskjedne sammenlignet med valutakurssvingningene i andre land. Vi hadde en rimelig grad av frihet i rentesettingen samtidig som valutakursen holdt seg innen gitte rammer.

Professor Alan Budd, som inntil nylig var medlem i Monetary Policy Committee (MPC) i Bank of England, dvs. den komiteen som siden mai 1997 har bestemt renten i Storbritannia ut fra målet om stabil inflasjon, holdt nylig et foredrag i Oslo. Fra høsten 1996 og ut 1997 styrket det britiske pundet seg med om lag 20 prosent og har siden holdt seg rundt dette nivået. Dette, sier Sir Alan, var meget kjedelig for britisk industri, og fortsetter. "Jeg er sikker på at de fleste medlemmene av MPC mye heller ville ønsket pengepolitisk tilstramning ved høyere rente og svakere valuta, men det var ingen måte vi kunne få det til på" (min oversettelse).

Norge hadde en forhistorie der stabiliteten i valutakursen ble tillagt stor vekt. Erfaringene hadde vist at selv om kursen tidvis kunne komme et godt stykke utenfor utgangsleiet, vendte den alltid tilbake etter temmelig kort tid. Og minst like viktig - de øvrige politikkområdene tok innover seg at prisen på euro tidvis skulle svinge innom et intervall rundt 8,30 kr. Det betydde at lønnsdannelsen måtte holdes innen rammer som tilsa at konkurransevnen ble bevart med en slik valutakurs. Og finanspolitikken måtte ta tilsvarende hensyn.

"Never change a winning team" sier engelskmennene. Hvorfor vi gikk over til inflasjonsstyring i mars 2001 når det etablerte regimet leverte lav inflasjon og i tillegg holdt rimelig styr på den langt mer ustyrlike valutakursen, er ikke så lett å forstå.

Hvordan har så Norges Bank tolket de nye retningslinjene? I forskriften heter det bl.a.: "Pengepolitikken skal ..... bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen..... Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent."

I tolkningen av dette mandatet har Norges Bank lagt all vekt på siste delen - prisstigning på 2,5 prosent er hva som teller. "Det beste bidraget pengepolitikken kan gi til stabilisering av valutakursen er lav og stabil inflasjon" er et av favorittutsagnene til Norges Bank. Men dermed forsvinner egenverdien oppdragsgiver måtte ha tillagt målet om en stabil valutakurs.

I tolkningen av det nye mandatet kunne Norges Bank i stedet sagt:

"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 tilsier en viss realappresiering av

kronen over tid. Dette kan oppnås ved 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 1994-2000. En slik retorikk fra Bankens side ville bidratt til å stabilisere forventningene til valutakursutviklingen. I stedet har retorikken tidvis trukket i motsatt retning.

I ettertid tror jeg at vi hadde vært tjent med om hevingen av Norges Banks styringsrente fra 6,5 prosent til 7 prosent i juli 2002 hadde vært ugjort. Den avmatningen i internasjonale konjunkturer vi fikk utover sommeren kunne imidlertid ikke Norges Bank forutse. Basert på tilgjengelig informasjon da beslutningen ble fattet - såkalt reeltidsdata -, bl.a. stigende terminrenter i utlandet, kan rentehevingen forsvares.

Men, må vi legge til, også det ikke å heve renten den 3. juli 2002 ville man kunne gitt en god begrunnelse for.

Ikke uventet bidrog den økte renten i Norge til en ytterligere styrking av kronen. En høyere rente og en sterkere krone trekker begge deler i retning av lavere inflasjon. I tillegg ble det internasjonale konjunkturbildet stadig dystre. Nå måtte vel Norges Bank komme på banen igjen og sette renten ned?

Ved Bankens rentemøte tidlig i august holdt man fast på "oppside", dvs. større sjanse for at prisstigningen skulle komme over 2,5 prosent et par år frem i tid enn under denne magiske grensen. I september endret man "bias" til nøytral. Ved rentemøtet sist i oktober holdt man fast på 7 prosent rente og like stor sjanse for at neste renteendring ville være opp som ned.

Denne beslutningen synes uheldig - både i ettertid og i realtid.

Økt åpenhet fra Norges Banks side gjør at strateginotater til Bankens hovedstyre som danner grunnlaget for rentesettingen, nå blir offentliggjort i ettertid. I Strateginotat 3/02 fremlagt den 30. oktober anslås inflasjonen til 2,25 prosent i 2004. Ved inngangen til 2005 vil den være på 2,5 prosent. To år frem i tid vil altså inflasjonen - etter Norges Banks egne vurderinger - trolig være noe i underkant av inflasjonsmålet. Disse beregningene tar utgangspunkt i uendret rente og uendret kronekurs. Når man i notatet åpner for lavere styringsrenter i andre land, er det trolig, om man følger Bankens egne resonnement, at kronen vil styrke seg ytterligere. I så fall ligger det an til prisvekst godt under 2,5 prosent. På nedsiden kommer ytterligere forhold som fallende aksjekurser, tegn til synkende industriusselsetting og svekkelse i utsiktene for amerikansk økonomi. På oppsiden anfører Banken en betydelig risiko for lønns-lønnsspiraler.

Helt åpenbart er de økonomiske utsiktene blitt mindre lystelige utover høsten. Hvorfor setter da ikke Norges Bank renten ned - eller i det minste varsler om at så trolig snart vil skje ved å endre "bias" nedover? Men heldigvis viser Norges Bank handlekraft seks uker senere; da endres både rente og "bias" i en jafs.