

■ ■ ■ PER RICHARD JOHANSEN:

Inkonsistens mellom finans- og pengepolitikken?

En realappresiering av norske kroner er en nødvendig følge av økt bruk av oljeinntekter. Forutsetningen for pengepolitikken var at denne realappresieringen kunne skje i form av høyere inflasjon enn hos våre handelspartnere. At Norges Bank har en annen vurdering av behovet for realappresiering kan bidra til å forklare hvorfor vi det siste året opplevd en kraftig styrking av krona, som – på toppen av høy lønnsvekst – nå truer konkurranseutsatt virksomhet i vid forstand.

Nasjonal- og statsbudsjettet for 2003 kan vel neppe sies å være dokumenter som makter å profilere de politiske målene til (d)en sittende regjering. Den mest treffende oppsummeringen av budsjettet fant jeg i Aftensposten under stikkordet: «Flaggsakene borte. - Hvis det er noen overraskelse i budsjettforslaget, så er det hvor hardt Regjeringen har gått frem på mange budsjettposter. Regjeringen står nesten ribbet for egne flaggsaker, og piner seg selv og kommunene». Det er tydelig at hensynet til renter, kronekurs og konkurranseutsatt virksomhet er det som har satt den po-

litiske rammen for budsjettforslaget, og at regjeringens øvrige politiske prioriteringer i denne omgang har måttet spille en underordnet rolle. Slik sett kan en si at finanspolitikken er blitt underordnet pengepolitikken.

Spørsmålet om det er politisk bærekraftig for en regjering å legge fram et slikt budsjett skal jeg la ligge, jeg skal heller gå inn på følgende spørsmål: Hvordan kan det ha seg, at en finanspolitikk som i hovedsak har fulgt den finanspolitiske handlingsregelen som har fått bred tilslutning i Stortinget, kan komme i klem av den pengepolitiske handlingsregelen, som nettopp var ment å understøtte denne finanspolitikken?

Det er nå halvannet år siden vi fikk den nye handlingsreglen for finanspolitikken. Det å bruke forventet realavkastning av Petroleumsfondet antas å innebære en mer ekspansiv finanspolitikk framover enn det som fulgte av den gamle, mindre eksplisitt formulerte regelen, der det olje- og aktivitetskorrigerte budsjettunderskuddet ble forsøkt holdt uendret som andel av BNP for Fastlands-Norge. I en situasjon med rimelig full utnyttelse av ressursene i utgangpunktet, vil en slik mer ekspansiv finanspolitikk måtte presse fram en realappresiering av krona, enten i form av høyere pris- og lønnsvekst enn hva vi ellers ville hatt, og/eller en nominelt sterkere krone.

Samtidig fikk vi ny forskrift for pengepolitikken, der det i §1 blant annet heter:

«Pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, herunder også bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal i samsvar med første ledd rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.»

Det første leddet beskriver at formålet med pengepolitikken blant annet er at den skal bidra til stabilitet i kronas internasjonale verdi. Til tross for dette har vi opplevd at krona siden de nye politikreglene ble lagt fram har styrket seg med hele 11-12 prosent, avhengig av hvilken kursindeks som brukes, herav hele 9-10 prosent bare i løpet av inneværende år. I tillegg har vi hatt en sterkere lønnsvekst enn hos våre handelspartnere. I samme periode har imidlertid inflasjonen holdt seg rundt målet på 2,5 prosent. Formålet med pengepolitikken er altså ikke oppfylt, mens målet for inflasjonen – altså kvasimålet for pengepolitikken – er det.

Mens det første leddet beskriver formålet med pengepolitikken, er det det siste leddet som beskriver Norges Banks mandat: Å holde inflasjonen nær 2,5 prosent. Punktum. Jeg er derfor ikke av dem som kritiserer Norges Bank for å være nøyd i pengepolitik-



Per Richard Johansen er forskningsleder i Gruppe for makroøkonomi, Statistisk sentralbyrå

ken når de gir full vekt til inflasjonsmålet, i mulig motstrid til det uttalte formålet med pengepolitikken. Norges Banks mandat er krystallklart. Om inflasjonsmålet skulle vise seg å være i strid med formålet for politikken, så er det ikke Norges Bank, men instruksene - og dermed regjeringen - som i utgangspunktet har et problem.

Men graver vi litt dypere, så er spørsmålet likevel ikke så enkelt. Det er opplagt at da de nye handlingsreglene ble lagt fram, så var det (den forrige) regjeringens oppfatning at de to reglene var konsistente. Hvorfor skulle de gi Norges Bank mandat om 2,5 prosent prisvekst, hvis de ikke mente at det var konsistent med det de definerer som formålet for politikken? At det forelå en slik forestilling om konsistens understøttes av beregninger som samtidig ble lagt fram i Langtidsprogrammet, og som nå presenteres i oppdatert versjon i Nasjonalbudsjettet for 2003.

Der anslås det - basert på ulike beregninger på MODAG og MSG-mo-dellene - at handlingsreglene innebærer et realappresieringsbehov fra 2001 til 2010 på 1,4-3,3 prosent målt ved konsumprisene (og 2,9-8 prosent målt ved lønnskostnadene). Selv i øvre del av intervalleret gir dette et årlig realappresieringsbehov på under 0,4 prosent. Ved å sette inflasjonsmålet til 2,5 prosent, drøye 1/2 prosent høyere enn hos våre handelspartnere, burde det være rom for at hele realappresieringsbehovet skulle kunne tas ut i form at høyere inflasjon, og ikke i form av en nominell kroneappresiering. En nominell appresiering burde altså være unødvendig, ifølge Finansdepartementet og regjeringen.

Norges Bank ser det imidlertid tydeligvis annerledes. I lederartikkelen i Inflasjonsrapport 2/2002 skriver visesentralbanksjefen om følgene av økt bruk av oljepenger: «Når vi skal ha en omstilling i økonomien med overflytting av ressurser fra konkurranseutsatt til skjermet sektor, er en realappresiering av kroner mekanismen som får dette til. Realappresiering får vi når det er en høyere prisstigning i Norge enn i utlandet, eller ved at den nominelle kronkursen styrker seg.... Inflasjonsmålet er satt til 2 1/2 prosent. Hvis det er tillit til at inflasjonsmålet vil bli nådd, må vi vente at mye av realappre-

sieringen kommer gjennom styrking av kronkursen.» Nominell appresiering er altså - ifølge banken - en nødvendig følge av handlingsreglene, dersom inflasjonsmålet skal nås.

Selv om nominell appresiering er nødvendig, kan styrkingen av krona likevel ha gått lenger enn det handlingsreglene alene skulle tilsi. På Konjunkturseminaret til Samfunnsøkonomenes forening i september i år uttalte således visesentralbanksjefen: «Utviklingen i lønnsoppgjøret har vært en drivkraft bak kronestyrkingen. Valutamarkedet har opptrådt som forventet. Når det er tillit til at inflasjonsmålet nås, skaper høy lønnsvekst forventninger om en stram pengepolitikk og relativt høy rente.... Hvis lønnsveksten avtar, og vi kan ha tillit til at den vil forbli lav de nærmeste årene, kan rentedifferansen mot utlandet reduseres. Det vil normalt føre til at kronkursen faller tilbake.»

Selv om vi holder spørsmålet om en eventuell endring i lønnsdannelsen utenfor, står vi imidlertid tilbake med en betydelig forskjell i vurderingen av appresieringsbehovet mellom sentralbanken og Finansdepartementet. Det blir klart når vi ser på vurderingene av hvilke konsekvenser den finanspolitiske handlingsreglene vil få for industrien på ti års sikt, altså i et perspektiv der vi kan se bort fra midlertidige svingninger i den reelle valutakursen. I sin årstale i februar i år uttalte sentralbanksjefen: «Handlingsreglene tilsier at bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet økes med rundt 3 1/2 prosent av BNP for Fastlands-Norge fram til 2010. Det kan bety opp mot 60 tusen ekstra årsverk i tjenesteytende sektorer. Så lenge det er knapphet på arbeidskraft, vil vi trolig få en tilsvarende nedgang i sysselsettingen i industrien.»

I beregningene i Nasjonalbudsjettet anslås det derimot at handlingsreglene vil redusere sysselsettingen i industrien med bare 2.500-8.300 personer i 2010 (basert på MODAG), noe som kommer på toppen av en forventet nedgang på 22.000 sysselsatte uten handlingsreglene, til sammen 25-30.000 personer. Den langsiktige, partielle virkningen (basert på MSG) av å følge handlingsreglene fram til 2010 er samtidig anslått til en nedgang i industrisysselsettingen på 13.000-16.900 personer.

Det er ikke opplagt om sentralbanksjefens anslag var å betrakte som et anslag på den partielle virkningen av reglene, eller som en prognose. Hvis det var ment som en prognose kan anslaget på 60 tusen jevnføres med Finansdepartementets anslag på 25 - 30 tusen i redusert industrisysselsetting i 2010. Hvis det var ment som en virkningsberegning, kan anslaget jevnføres med Finansdepartementets anslag på 2.500-8.300 som umiddelbar virkning i 2010, eller anslaget på 13.000-16.900 som den langsiktige - underliggende - virkningen. Uansett tolkning er det altså en betydelig vurderingsforskjell mellom Norges Bank og Finansdepartementet hva gjelder virkningene av handlingsreglene og utsiktene for industrien.

Nå er ikke poenget mitt at jeg tror Finansdepartementet har rett, og at sentralbanken tar feil. Poenget er at hvis Finansdepartementet har rett, så har vi allerede nå fått en realappresiering som er langt sterkere enn behovet helt fram til 2010. Og denne realappresieringen må nødvendigvis sees på bakgrunn av at sentralbanken gjentagne ganger har signalisert - både overfor aktørene i arbeidsmarkedet og valutamarkedet - et langt sterkere realappresieringsbehov. Hvis banken bidrar til at aktørene får større tillit (reduert risikopremie) til en sterkere krone i framtida enn de ellers ville ha forventet (reduert potensiale for depresiering), vil det trekke kraftig i retning av en sterkere krone i dag.

At bankens vurderinger antakelig har en slik tillit er det mange eksempler på, ikke minst rapporten fra gruppen som nylig leverte rapporten «Norges Bank Watch 2002», som hudfletter de gjeldende politikreglene: «The confusing and mistaken rhetoric about exchange-rate stability in the new guidelines for economic policy, seems designed to mislead the Norwegian general public about the economic realities that the new fiscal policy implies.» Det er et oppsiktsvekkende dokument, tatt i betraktning at det bygger hele sin framstilling på en forutsetning om behov for nominell appresiering, uten å bringe et eneste tall eller referanse som underbygger forutsetningen.

Det er forøvrig et tankekors, at selv om det er mangel på arbeidskraft som i

Nasjonalbudsjettet

utgangspunktet legger begrensningen på bruk av oljeinntektene, så står vi i dette tilfellet i fare for at politikken som helhet kan gi overskudd av ledige hender i årene framover. Dette minner for så vidt om situasjonen da vi trappet opp bruken av oljepenger kraftig på 1970-tallet; da førte politikken alt i alt til at den nødvendige realappresieringen av norske kroner gikk sammen med en nominell depresiering av krona, slik at pris- og kostnadsveksten ble sterkere enn hva som var nødvendig.

På den annen side, dersom Norges Bank har rett, så er den nominelle appresieringen i hovedsak en nødvendig følge av inflasjonsmålet. Men i så fall bygger handlingsregelen for pengepolitikken på gale forutsetninger. Stabil

krone og 2,5 prosent inflasjon lar seg ikke forene med den finanspolitiske handlingsregelen. Jeg har vanskelig for å skjønne hvorfor ikke Norges Bank har valgt å legge denne problemstillingen klarere fram. Det vil i dette tilfellet være naturlig å reise spørsmålet om inflasjonsmålet bør oppjusteres. Alternativet er å akseptere at norsk industri ikke kan sikres stabile rammebetingelser i form av en rimelig stabil valutakurs over tid.

Jeg trekker ikke resonnementet mitt så langt at vi allerede nå bør vurdere å reversere hele omleggingen av pengepolitikken. Riktig nok mener jeg konsekvensene av å endre styringsmål fra stabil valutakurs (eller mer presist, styrt flyt) til inflasjonsmål i sin tid var

for dårlig utredet. Det er ikke opplagt at erfaringer fra land som skiller seg vesentlig fra Norge hva gjelder både næringsstruktur, spareadferd, mm., er et tilstrekkelig grunnlag for å begrunne den omleggingen vi fikk. På den annen side så må vi ikke nå gjøre samme feil på nytt, men i motsatt retning, ved å legge om dagens politikk kun basert på – så langt – mangelfulle, egne erfaringer. Det synes opplagt at det nye pengepolitiske regimet må læres, både av markedsaktører og myndigheter, og vi må ha en romslighet for at slik læring - og påfølgende justering av mål og atferd - må finne sted. En honnør er for så vidt på sin plass til regjeringen, som i en slik situasjon holder behovet for egne politiske markeringer tilbake.