

Pengepolitikken og kronkursen

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem, ACI Norge - The Financial Markets Association, 26. august 2004

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 11. august, Inflasjonsrapport 2/04 og på tidligere foredrag.

Prisstabilitet, i betydning lav og stabil inflasjon, er i de fleste land målet for pengepolitikken. Historiske erfaringer fra Norge og andre land har vist at høy og varierende inflasjon fører til større svingninger i produksjon og sysselsetting. Fall i prisnivået vil også lett kunne gå hånd i hånd med nedgangstider.

Det første eksplisitte inflasjonsmålet ble innført i New Zealand i 1990. Deretter fulgte Canada (1991), Storbritannia (1992), Sverige og Australia (1993). I Norge ble inflasjonsmål innført våren 2001. Om lag 20 land følger nå inflasjonsmål i pengepolitikken.

Her vil jeg nevne at Riksbanken, når den utover på 1990-tallet skulle motivere og befeste inflasjonsstyringen, kunne trekke på landets egne historiske erfaringer fra 1930-årene. Sverige hadde i årene 1931-37 riktignok ikke et inflasjonsmål, men et prismål for pengepolitikken. Tanken den gang var inspirert av arbeidene til Knut Wicksell 30 år tidligere. Allerede i 1898 presenterte Wicksell sitt syn om at prisstabilitet burde være sentralbankens mål.¹

Gjennomføringen av pengepolitikken

I Norge er inflasjonsmålet satt til 2 ½ prosent.

Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt. På lang sikt er det ikke noen konflikt mellom lav og stabil inflasjon og stabilitet i realøkonomien. Tvert imot vil prisstabilitet være en forutsetning for høy og stabil produksjon og sysselsetting over tid. I enkelte perioder kan det imidlertid inntreffe forstyrrelser som kan skape konflikt på kort sikt.

Vurderingene av pengepolitikken fremover tar utgangspunkt i at inflasjonen nå er meget lav. Den har vært lavere enn inflasjonsmålet siden høsten 2002. Siktemålet for pengepolitikken er at inflasjonen skal opp. Renten er derfor lav.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorison, normalt 1-3 år. Den mer presise horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

Økonomien vokser over tid. Produksjonen vil vekselvis ligge over og under den langsiktige trenden.² Å stabilisere utviklingen i produksjonen vil si å søke å holde den faktiske produksjonen nær trenden.

Vi har i hovedsak ett virkemiddel i pengepolitikken, og det er renten. Denne settes med sikte på å oppnå lav og stabil inflasjon. Vi søker samtidig å unngå store variasjoner i produksjon og sysselsetting.

I de siste årene har det vært god vekst i husholdningenes inntekter, og de har hatt stor fremtidstro. Høy vekst i lønnskostnadene over flere år, svake konjunkturer ute og tidvis sterk krone førte til svekket lønnsomhet i mange bedrifter. Sysselsettingen og investeringene falt. Husholdningene låner mye, mens bedriftene har bygget ned gjeld. Høy gjeldsvekst gjør husholdningene mer sårbare overfor økonomiske forstyrrelser.

Lønnsveksten har nå kommet ned, og kronen blitt svakere. Det er omslag i bedriftenes inntjening, og tegn til det også i investeringene og i etterspørselen etter kreditt.

Renten kan brukes for å redusere etterspørselen etter lån. I dag - med lave renter ute og nær sammenheng mellom vår rente og kronen - ville en strammere pengepolitikk dempe etterspørselen etter lån først og fremst fordi arbeidsplassene med sterkere krone ville bli mer usikre.

Med fleksibel inflasjonsstyring reduseres muligheten for at husholdningene utsettes for et dobbelt sjokk i form av økt arbeidsledighet og økt rente, slik de ble på begynnelsen av 1990-tallet. Blir økonomien utsatt for forstyrrelser som kan gi økt arbeidsledighet, vil prisstigningen normalt avta, og renten vil bli satt ned.

Fleksibel valutakurs

I en liten åpen økonomi er valutamarkedet og valutakursen en viktig kanal for pengepolitikken.

Kronen svinger. Det er ikke uventet, for det gjør også andre lands valutaer. Kronekursen er prisen på våre penger målt i utenlandske. Det som skjer i andre land, betyr like mye for kronen som utviklingen i norsk økonomi. Kapitalen flyter fritt. Strømmene kan endre seg raskt. Det kan smitte over på valutakurser og renter, og på produksjon og sysselsetting.

Figuren viser den effektive valutakursen for Norge og en rekke andre små land med inflasjonsstyring. Valutakursene svinger om lag like mye for Norge, Sverige og Canada, mens kronekursen svinger mindre enn kursene for Australia og New Zealand. Kronekursen peker seg derfor ikke ut som spesielt ustabil sammenlignet med andre lands valutaer.

Markedet for kjøp og salg av valuta med levering på et fremtidig tidspunkt - termin- og opsjonsmarkedet for valuta - har vokst de siste årene. Et dypere marked gir lavere handelskostnader, og det er enklere å finne motparter. Dette har gitt bedrifter rikere muligheter til å sikre seg mot kursrisiko. Bruken av instrumenter som reduserer risikoen med flytende valuta, øker også i Norge.

Det koster for næringslivet å sikre seg mot svingninger i kronen. Men en krone som er stabil - men for sterk - gir samfunnsøkonomiske kostnader i form av lav aktivitet. Tilsvarende er en krone som er stabil - men svak - en kime til høy inflasjon.

Inntektene fra petroleumsvirksomheten gir i utgangspunktet en stor, men ujevn, valutainngang til Norge. Valutastrømmene kunne ført til en sterk og svært variabel krone. Men det motvirkes når den årlige bruken av petroleumsinntekter over statsbudsjettet er forutsigbar og uavhengig av de årlige inntektsstrømmene, og resten av inntektene blir spart og investert ute.

Kapitalutgangen via Statens petroleumsfond bidrar både til å holde kronkursen nede og til å stabilisere den.

Høyere oljepris har gitt økt overskudd på driftsregnskapet med utlandet. Dette bidrar isolert sett til å styrke kronen. De økte overskuddene motvirkes imidlertid av økt langsiktig kapitalutgang via Statens petroleumsfond. I tillegg plasserer oljeselskapene sitt kontantoverskudd i det vesentlige ute. Tall for utenrikshandelen tyder på at importen til Fastlands-Norge har økt kraftig i det siste. Det gir økt etterspørsel etter valuta.

Som nevnt fungerer Petroleumsfondet som en buffer mot de sterke svingningene i kronkursen som oljeinntektene kunne ha ført til. Økte oljeinntekter vil føre til økt kapitalutgang fra Petroleumsfondet. Det kan være tendenser til at aktørene i valutamarkedet tidvis undervurderer denne stabiliseringsmekanismen. Økningen i oljeprisen har økt behovet for avsetninger til Statens petroleumsfond, og fra juli har Norges Bank gjenopptatt daglige kjøp av valuta til petroleumsfondet, Dette kommer i tillegg til at overskuddet i SDØE (Statens direkte økonomiske engasjement i oljevirksomheten) løpende blir overført til fondet for å bli investert ute.

Høyere oljepris gir økte inntekter til oljeselskapene. Internasjonale og norske oljeselskaper som har aktivitet i Norge øker sin kapitalutgang når overskuddene øker. På kort og mellomlang sikt avleirer de akkumulerte overskuddene i petroleumssektoren seg derfor i liten grad som kronebeholdninger. Det kan defineres en "grunnbalanse"³ i utenriksregnskapet som fremkommer ved å trekke kapitalutgangen fra Petroleumsfondet fra driftsbalansen. Grunnbalansen påvirkes ikke av at oljeprisen fluktuerer og er høy nå når statens bruk av oljepenger følger en langsiktig retningslinje, men den svekkes av den økte importen.

Når den månedlige avsetning til petroleumsfondet er større enn overføringen i valuta fra Petoro (SDØE), vil Norges Bank kjøpe valuta i markedet for å dekke differansen. Finansdepartementet avgjør hvor stor den månedlige overføringen til fondet skal være ut fra sine anslag i nasjonalbudsjettene og de reviderte nasjonalbudsjettene. I tillegg kan departementet justere beløpet på grunnlag av ny informasjon, for eksempel om utviklingen i oljeprisen. Med den oljeprisutviklingen vi nå har, vil trolig kjøpene bli vesentlig større de nærmeste månedene enn de har vært i sommer.

Norges Bank har ikke satt et bestemt mål for nivået på kronkursen. Utviklingen i kronen har likevel vesentlig betydning når renten blir fastsatt, fordi kursen påvirker inflasjonen og produksjonen.

Porteføljeinvesteringer kan lett dominere utviklingen i kronkursen på kort sikt. Temaene i valutamarkedene skifter. Tidvis slår jakten på aksjegevinst igjennom på kursutviklingen. I perioder med politisk og økonomisk uro, kan investorene velge enkeltvalutaer som trygg

havn - ofte sveitsiske franc. Norske kroner ble trolig også oppfattet som en trygg havn da oljeprisen steg høsten 2002 som følge av usikkerhet om en mulig krig i Irak.

I mars til mai 2003 og utover høsten var det tendens til at kronen styrket seg. Mindre tro i markedet på at rentene ute ville øke, og forventninger om at rentene i Norge kunne øke tidligere enn i andre land, bidro. Utviklingen i kronen ga utilsiktede innstramminger i pengepolitikken. Men lave tall for inflasjonen og reduksjoner i renten brøt tendens til kronestyrkelsen. Trolig betydde det mye at renten ble satt ned, slik at det ikke lenger var en rentegevinst på plasseringer i norske kroner.

Kronekursen, målt ved en bred indeks (I-44) styrket seg igjen markert fra midten av februar i år og fram til første halvdel av mai. Deretter svekket kronen seg gjennom juni. Publiseringen av konsumpristall tall for mai som var lavere enn forventet bidro til å svekke markedets forventninger om snarlige rentehevinger, og kronen depresierte. Etter rentemøtet 1. juli var kronekursen lenge stabil, men har siden svingt i tråd med endringer i oljeprisen

Vi har erfart at kronekursen tidvis blir sterkt påvirket av utviklingen i forskjellen mellom rentene ute og hjemme. Det tillegges vekt i rentesettingen. Men som nevnt skifter temaene i valutamarkedet, og Norges Bank har ikke virkemiddel til å finstyre valutakursen.

Norges Bank vil normalt ikke kjøpe og selge valuta med sikte på å påvirke kronekursen. Valutaintervensjoner, enten det er kjøp eller salg av valuta, er ikke egnet som virkemiddel til å påvirke kronekursen over noe lengre tid. Hvis det blir intervenert i stedet for å endre renten, kan aktørene i valutamarkedet få tvetydige signaler, og det kan oppstå kompliserte spillsituasjoner mellom aktørene og sentralbanken. Men intervensjoner kan være aktuelt dersom kronekursen er vesentlig forskjellig fra det som er rimelig ut fra fundamentale forhold, og kursutviklingen samtidig svekker utsiktene til å nå inflasjonsmålet.

Selv om kronen svinger på kort sikt, vil det, når inflasjonen er jevnt lav, være en tendens til at den stabiliserer seg over tid. Når inflasjonen i lengre tid har vært høyere enn hos handelspartnerne, har kronekursen hatt en tendens til å svekke seg. Når det er forventninger til at prisstigningen i Norge utvikler seg som i andre land, vil også valutakursen normalt vende tilbake etter perioder hvor den har vært særlig sterk eller særlig svak.

Den reelle kronekursen

Realkursen kan måles på flere måter - for eksempel ved relative konsumpriser og relative lønnskostnader mellom Norge og handelspartnerne regnet i felles valuta. Realkursen målt ved relative lønnskostnader i felles valuta er et uttrykk for den kostnadmessige konkurransevnen for norske bedrifter. Realvalutakursen målt som utviklingen i det relative prisnivået gir et uttrykk for kjøpekraften for norske kroner. Realkursen har svingt mye over tid og har avveket betydelig fra gjennomsnittsnivået siden 1970 over lengre perioder. Det har likevel vært en tendens til at realkursen har vendt tilbake til dette nivået. Relativt prisnivå målt i felles valuta er nå om lag 2 prosent lavere enn gjennomsnittet siden 1970⁴. Det relative nivået på lønnskostnadene i felles valuta er om lag 3,5 prosent høyere enn det historiske gjennomsnittsnivå.

Høy lønnsvekst over flere år fra 1998 svekket som nevnt næringslivets konkurransevne overfor utlandet. Selv om kronkursen har falt i verdi siden 2002, er konkurransevnen til norske bedrifter fortsatt temmelig svak på grunn av det høye kostnadsnivået. Den nominelle kronkursen er nå tilbake rundt det nivået den hadde på midten av 1990-tallet, mens lønnskostnadene i industrien har steget betydelig mer enn hos handelspartnerne i den samme perioden.

Asymmetriske konjunkturer

Konjunktorene ute og hjemme har vært i utakt. Dette var mest markert på 1980-tallet, da vi hadde en kraftig oppgangskonjunktur mens Europa var i en nedgangskonjunktur. Selv om konjunktorene etter hvert har blitt noe likere, er de fortsatt forskjøvet i tid. Mens omslaget internasjonalt kom allerede i 2000 med en påfølgende rentereduksjon ute, varte den norske høykonjunkturen lenger. Mot slutten av oppgangen ble det mangel på arbeidskraft, lønnsveksten tiltok og vi fikk dessuten en kraftig økning i husholdningenes forbruk og gjeldsopptak. Rentene i Norge ble holdt oppe, og renteforskjellen mot utlandet ble etter hvert stor.

Det er også andre forskjeller i konjunkturforløpet. Den norske høykonjunkturen førte til en kraftig lønnsvekst fra 1998 til 2002. Konjunkturoppgangen ute på slutten av 1990 tallet var i stor grad drevet av investeringer i næringslivet, og lønnsutviklingen var moderat.

Lønnsveksten i norsk næringsliv fra 1998 til 2002 var derimot høyere enn det som over tid vil være forenlig med inflasjonsmålet og med normal vekst i produktiviteten.

Veksten i konsumprisene i Norge avtok kraftig gjennom fjoråret. I 2003 ble lønnsveksten vesentlig lavere enn i de fem foregående årene. Det ga tryggere grunnlag for vesentlige reduksjoner i det norske rentenivået, slik at renteforskjellen mot utlandet avtok. Reduksjonen har bidratt til at kronkursen har svekket seg siden desember 2002. Dermed har også den norske reelle valutakursen svekket seg, og næringslivets konkurransevne er styrket. Den delen av tapet i konkurransevnen som skyldtes de høye lønnstilleggene, bærer imidlertid næringslivet fortsatt med seg. Det har skjedd en avskalling i det konkurranseutsatte næringslivet. De bedriftene som nå er i drift, kan være i bedre stand til å bære det høye lønnsnivået. Likevel kan kostnadene hemme aktivitet og sysselsetting.

Oljeformuen og kronkursen

På lang sikt er det en tendens til at valutakursen tilpasser seg slik at det blir balanse både i den innenlandske økonomien og i driftsregnskapet med utlandet.

Oljeformuen, definert som verdien av olje- og gass under havbunnen og verdien av Statens petroleumsfond, gir grunnlag for store valutainntekter i årene framover. Den relative betydningen av disse inntektene vil likevel gradvis avta. Valutainntektene fra oljeformuen vil kunne finansiere en mindre og mindre andel av norsk import. Andre eksportinntekter må da øke vesentlig. Det vil kreve en betydelig styrking av konkurransevnen over tid.

Norges historie som oljemasjon går tilbake til slutten av 1960-tallet. Grove beregninger⁵ kan tyde på at den realkursen som sikrer oss balanse i utenriksøkonomien når oljeformuen ikke

lenger har så stor betydning, er mer på linje med den realkursen vi startet ut med. Dette er vist i figuren, der realvalutakursen langt fram i tid vil falle tilbake til nivået før vi begynte å utvinne oljen.

Sterk reell kronekurs og svak konkurranseevne vil ut fra disse analysene være knyttet til en periode fra begynnelsen av 1970-årene der vi bygger opp en petroleumsnæring og høster de største økonomiske fordelene.

Hovedtrekk i det økonomiske bildet

Inflasjonen er lav. Prisveksten dempes av styrkingen av kronen i 2002, prisfall på importerte konsumvarer i utenlandsk valuta og sterk konkurranse i mange næringer i Norge. Pengepolitikken i Norge er innrettet mot å få inflasjonen tilbake til målet. Foliorenten er satt ned til 1,75 prosent.

Lav rente og internasjonal oppgang stimulerer aktiviteten i norsk økonomi. Produksjonsnivået blir litt lavere enn det som ville fulgt av en mer trendmessig utvikling i produksjonen. Det vil si at produksjonsgapet anslås å nærme seg null, men fortsatt vil være svakt negativt i 2004.

Veksten i norsk økonomi anslås å ta seg markert opp i år og å holde seg forholdsvis høy neste år. Det viktigste bidraget kommer fra privat konsum, stimulert av lav rente og høy reallønnsvekst. Konjunkturoppgangen internasjonalt vil trolig virke positivt på norsk konkurranseutsatt næringsliv. Oljeinvesteringene vil fortsette å vokse de nærmeste par årene. Vi venter også at investeringsaktiviteten i bedriftene i Fastlands-Norge etter hvert vil ta seg opp.

De siste årene har mange bedrifter effektivisert driften. Det har ført til at de har hatt, og trolig fortsatt har, mulighet til å øke produksjonen nokså mye uten vesentlig vekst i realkapitalen og sysselsettingen. Det er utsikter til god vekst i produktiviteten i 2004. Vårt regionale nettverk har likevel rapportert om at bedrifter i flere næringer nå vurderer å øke sysselsettingen.

Etter flere kvartaler med sterk stigning avtok den økonomiske veksten i USA i annet kvartal, og veksten i sysselsettingen ser ut til å ha bremset opp i sommer. Den økonomiske veksten har tiltatt fra et lavt nivå i euroområdet. Den økonomiske veksten har også steget i Sverige og Storbritannia. Sterk vekst i USA og Kina bidro til økte råvarepriser i 2003 og inn i 2004. Siden har prisveksten blitt dempet. Oljeprisen har steget mye i sommer. Renteforventningene indikerer økte styringsrenter i flere land.

Virkningene av utviklingen i oljeprisen på norsk økonomi er sammensatte. En varig høyere oljepris kan etter hvert bidra til økte oljeinvesteringer og økt aktivitet i næringer som er berørt av oljevirkosheten. En sterk stigning i oljeprisen demper imidlertid den økonomiske veksten ute og påvirker etterspørselen etter våre øvrige eksportprodukter.

Analysene i den siste inflasjonsrapporten til Norges Bank er basert på en teknisk forutsetning om en rente som utvikler seg i tråd med terminrentene i markedet. Analysene bygger på at

kronekursen følger banen for terminkursen slik denne var 24. juni. Prisingen i markedet tydet da på forventninger om en nokså stabil kurs fremover.

Inflasjonen blir med de forutsetningene som er lagt til grunn i siste inflasjonsrapport, liggende betydelig under inflasjonsmålet fram til sommeren 2006.

I pengepolitikken legges det også vekt på å unngå ubalanser i realøkonomien. Kapasitetsutnyttelsen i økonomien tiltar, men produksjonsgapet, slik vi måler det, blir bare svakt positivt i løpet av perioden.

Vår vurdering er at pengepolitikken bør rettes inn mot å få inflasjonen opp noe raskere enn anslått i siste inflasjonsrapport. I forbindelse med rentemøte 11. august uttalte Hovedstyret at det mest nærliggende synes å være at renten holdes uendret lenger enn det som følger av den tekniske forutsetningen om renten i den siste inflasjonsrapporten. Utsiktene til fortsatt lav inflasjon i Norge tilsier derimot at vi ikke skal ligge i forkant når rentene i andre land justeres opp.

Hovedstyrets uttalte etter rentemøtet 11. august at med utsikter til fortsatt lav inflasjon en stund fremover, skal det store avvik til fra den anslåtte økonomiske utviklingen før renten bør økes. Hovedstyret sa også at usikkerhet om effektene av tidligere lettelsler i pengepolitikken og den uvanlig lave renten på den annen side tilsier at vi bør være varsomme med ytterligere rentenedsettelsler.

Fotnoter

¹Berg, Clas og Lars Jonung (1998): "Pioneering Price Level Targeting: the Swedish Experience 1931-37". Conference on Monetary Policy Rules, Stockholm 12-13 June 1998.

²Trendveksten er brukt som et grovt anslag på den potensielle produksjonen. Den potensielle produksjonen er det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid.

³Grunnbalansen er normalt definert som overskuddet på driftsbalansen minus netto langsiktig kapitalutgang.

⁴Punktet for 2004 viser realkursen med lønns- og prisanslagene for 2004 fra Inflasjonsrapport 2/04.

⁵Akram, Farooq Q. (2003): "Reell likevektsvalutakurs for Norge", i Norsk Økonomisk Tidsskrift 118, s. 89-112.