

Pengepolitikk og forvaltning av formue

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Foredrag for styret i Folketrygdfondet, Oslo, 14. mars 2002

Omtalen bygger på vurderingene gitt på pressekonferansen etter rentemøtet i Norges Banks hovedstyre 27. februar og tidligere foredrag.

I fjor ble retningslinjene for den økonomiske politikken lagt om. Den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet skal heretter brukes over statsbudsjettet, og pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon.

De økonomiske aktørene kan legge til grunn at lav og stabil inflasjon vil være et fast element i den økonomiske politikken. Sterke svingninger i prisnivået gjør det vanskeligere å forutsi det reelle innholdet i avtaler og budsjetter. Uventede svingninger i prisnivået kan lett forplante seg til svingninger i realøkonomien og gi ustabilitet i finans- og eiendomsmarkedene. Høy og variabel inflasjon gir også vilkårlig omfordeling av formue og inntekt. Prisstabilitet er derfor det beste bidraget pengepolitikken kan gi til økonomisk vekst, velstand og god fordeling.

Lav inflasjon er målet, renten er virkemiddelet. Forretnings- og sparebankene har konto i Norges Bank, og hovedstyret bestemmer renten på disse. Foliorenten danner gulvet for de helt korte pengemarkedsrentene.

Åpenhet om intensjoner, strategier og gjennomføring av pengepolitikken gjør det lettere for aktørene i det økonomiske livet å vurdere pengepolitikken. Hvis pengepolitikken er forutsigbar, reduseres en viktig kilde til usikkerhet og den renten som er nødvendig for å nå inflasjonsmålet blir - alt annet likt - lavere.

Åpenhet om sentralbankens reaksjonsmønster er trolig en forutsetning for at aktørene i økonomien skal ha tillit til pengepolitikken.

Renten virker på inflasjonen gjennom flere kanaler. Økt rente vil normalt bidra til å redusere inflasjonen ved å dempe etterspørselen etter varer og tjenester og ved å styrke kronen i forhold til andre valutaer. Lavere rente virker motsatt.

Pengepolitikken virker med et temmelig langt tidsetterslep. Våre analyser tyder på at en vesentlig del av virkningene av en renteendring vil komme innen to år. To år er derfor et rimelig tidsperspektiv for å nå målet om 2½ prosent inflasjon. Rentene fastsettes med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent om to år.

Norges Banks syn på inflasjonsutsiktene presenteres tre ganger i året i inflasjonsrapportene. Her presenteres både vårt anslag på inflasjonsutsiktene fremover og vår vurdering av risikobildet rundt dette anslaget. Hovedstyrets oppdaterte vurderinger gis i forbindelse med rentemøtene hver sjettede uke. Umiddelbart etter hvert rentemøte sendes det ut pressemeldinger og det holdes pressekonferanse.

Styringsrenten settes ut fra en samlet vurdering av utsiktene for inflasjonen to år fram i tid. Vårt inflasjonsanslag og vårt syn på risikoen rundt anslaget oppsummerer disse vurderingene.

Norges Banks inflasjonsanslag er det vi anser som det mest sannsynlige utfallet for veksten i KPI to år fram i tid. I rentesettingen legger vi også vekt på sannsynlighetsfordelingen - eller risikobildet - rundt dette anslaget. Vi offentliggjør derfor også vår skjønsmessige vurdering av risikoen rundt vårt eget anslag.

Innfasingen av oljeinntekter i norsk økonomi må motvirkes av en strammere pengepolitikk enn ellers. Dette kan skje gjennom en tilpasning av renten eller gjennom en styrking av kronkursen, eller begge deler.

Mindre land har opplevd til dels store endringer i valutakursen. Den svenske kronen er over 10 prosent svakere i dag enn den var sommeren 2000. Australiske dollar har svekket seg med over 30 prosent siden våren 1997. Også Storbritannia, Canada og New Zealand har hatt store svingninger i valutakursen. Den norske kronen har derimot vært relativt stabil.

En pengepolitikk som rettes inn mot lav og stabil inflasjon, vil bidra til å stabilisere samlet etterspørsel og produksjon. Det er derfor nå normalt ikke behov for å bruke statsbudsjetter aktivt til å jevne ut den økonomiske utviklingen. En økning i ledigheten som skyldes at lønnskostnadene stiger mer enn det produktiviteten tilsier, kan ikke motvirkes med lav rente eller med økte offentlige utgifter og reduserte skatter, men krever endringer i arbeidsmarkedets virkemåte.

Den planlagte bruken av oljeinntektene medfører at skjermet sektor vil legge beslag på en større del av arbeidskraften. Dette vil trolig gi nedgang i sysselsettingen i industrien. Omstilling kan komme gjennom en svekkelse av konkurranseevnen. På lang sikt kan pengepolitikken verken påvirke den samlede sysselsettingen eller fordelingen mellom næringer.

Det er store svingninger i Norges bytteforhold overfor utlandet. En vesentlig del skyldes endringer i oljeprisen. Men en stor del av petroleumsinntektene investeres i utenlandske aksjer og obligasjoner gjennom Petroleumsfondet. Endringer i oljeprisen påvirker fondets størrelse, men i liten grad bruken av oljeinntektene innenlands. Petroleumsfondet virker som en buffer mot svingninger i oljeprisen. Det stabiliserer kronkursen.

Norsk økonomi vil likevel kunne bli utsatt for andre forstyrrelser enn de Petroleumsfondet kan dempe. Vi må være forberedt på svingninger i verdien av vår valuta som er mer på linje med de svingningene vi har sett i andre land. Valutakursen vil variere. Det betyr at aktørene i det økonomiske livet ikke kan legge til grunn at kronen vil være stabil mot euro, mot dollar eller mot et veiet gjennomsnitt av utenlandske valutaer. Det er inflasjonsmålet som er økonomiens nominelle ankerfeste.

Den fremtidige størrelsen på Petroleumsfondet er avhengig av utviklingen i oljeprisen. Handlingsregelen sier at vi bruker avkastningen av en formue vi allerede har opparbeidet. Det gjør politikken robust overfor endringer i oljeprisen og sikrer at oljeformuen blir til nytte både i dag og i fremtiden.

Gjennom Petroleumsfondet omplasserer staten formue fra petroleum til utenlandske verdipapirer. Statens formue får dermed en bedre spredning. Omplasseringen påvirker ikke det norske kapitalmarkedet - verken til det bedre eller det verre.

Statens viktigste eiendeler er Statens Petroleumsfond, aktiva i Folketrygdfondet og statens direkte eierskap i bedrifter. Petroleumsfondets aksjeinvesteringer er fordelt på mange land, og alle aksjeposter er mindre enn en prosent av selskapets totale verdi.

Folketrygdfondet investerer i det vesentlige i Norge. Utviklingen i fondets aksjeportefølje vil derfor i hovedsak gjenspeile utviklingen i norsk næringsliv. Fondet har større eierandeler i enkeltbedrifter enn Petroleumsfondet, og større verdisingninger. Staten har betydelige direkte eierposter i enkeltforetak. Generelt vil konsentrert eierskap kreve en mer strategisk eierstyring og gi høyere risiko enn et spredt eierskap.

Mellom staten som investor og bedriftenes kapitalbehov er det et kapitalmarked. Dette markedet gjør at statens og bedriftenes valg kan atskilles. Vi bør ikke behandle fordelingen av statens finansinvesteringer og bedriftenes valg av finansiering som om vi har en bytteøkonomi. Staten kan velge sammensetning, krav til avkastning og risikoprofil på sine finansielle investeringer uten å skjele til finansieringsbehovet til norske foretak. Norske bedrifter på sin side kan velge låne- og egenkapitalstruktur uavhengig av statens finansielle investeringer.

Den private sparingen i fastlandsøkonomien har vært høy de senere årene. Det har også realinvesteringene i næringslivet vært. En eventuell svikt i kapitalmarkedet kommer altså ikke til uttrykk i at vi investerer og sparer lite. Utviklingen på slutten av 1990-tallet, fører til at aksjer og fonds utgjør en stadig større andel av husholdningenes samlede fordringer. Foretakenes ¹ egenkapitalandel har økt på 1990-tallet, særlig gjelder dette ny egenkapital som er hentet i markedet.

Det norske låne- og kapitalmarkedet har trolig likevel svakheter, med tynne verdipapirmarkeder og liten bredde i investor- og Eiermiljøene sammenliknet med enkelte andre land. Årsakene - og derfor løsningene - er trolig å finne i trekk ved skattleggingen av boliger, eiendommer og finansformue, i et stort statlig eie av bedrifter og i vår organisering av pensjonssparing. Å plassere enda mer av statens kapital innenlands ville redusere avkastningen i norsk næringsliv og skyve ut andre investorer. Å ta mer kapital inn i norsk økonomi ville trolig også føre til raskere utflytting av arbeidsplasser, fordi kronen kunne styrket seg.

Fotnote:

¹Norske aksjeselskap *eksklusive* selskap i olje/gass, finans og offentlig virksomhet, samt konsern og holdingselskap.