

Pengepolitikk i en oljeøkonomi

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Bergo. Næringslivsdagen 2001, Molde 6. mars 2001

Jeg er glad for denne anledningen til å gjøre rede for norsk pengepolitikk på Næringslivsdagen 2001 her i Molde. Pengepolitikken definerer viktige rammebetingelser for næringslivet. Selv om vi kanskje først og fremst tenker på Molde som et administrasjons- og servicesenter, for ikke å si senter for jazz, og et meget vakker sådant, så har byen betydelig innslag av konkurranseutsatt næringsliv. Ser vi på hele fylket, blir det ennå mer påtagelig. I en ny rapport av Arild Hervik ved Møreforskning her i Molde fremgår det at vareeksporten fra Møre og Romsdal både totalt og per innbygger ligger på tredje plass av landets fylker. Ikke minst for denne konkurranseutsatte virksomheten betyr det mye hvordan pengepolitikken utformes og hvordan oljeinntektene håndteres. Og disse to forhold hører nøye sammen.

Pengepolitikkenes langsiktige oppgave er å gi økonomien nominelt ankerfeste. Aktørene i det økonomiske livet skal være relativt sikre på utviklingen i pengeverdien. Avtaler om kjøp og salg, om lån og renter blir sluttet i nominelle kroner. Desentralisering av beslutninger i både offentlig sektor og i næringslivet skjer ved hjelp av nominelle budsjetttrammer. Skattesystemet er i nominelle satser. Når prisnivået svinger sterkt, blir det ikke mulig å forutsi det reelle innholdet i slike avtaler og budsjetter. Dermed vil uventede svingninger i prisnivået lett forplante seg til uønskede svingninger i realøkonomien.

En troverdig og konsistent pengepolitikk kan gi bedrifter, husholdninger og institusjoner tillit til at verdien av kronen vil være stabil over tid. Slik tillit er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til sysselsettingen, til den økonomiske veksten og til velferden. Vi unngår høy og varierende inflasjon og perioder med dyrtid som blir avløst av nedgangstider. Virkemidlet i pengepolitikken er Norges Banks rente. Det virkemidlet må rettes inn mot det langsiktige målet om nominell stabilitet i økonomien.

Norges valg av pengepolitisk regime henger sammen med strukturen i vår økonomi. Norge er et velferdssamfunn med stor offentlig sektor, høye overføringer til husholdninger og bedrifter og et høyt skatte- og avgiftsnivå. Vår økonomi er også karakterisert ved den store betydningen oljevirkosomheten har. Den konkurranseutsatte delen av fastlandsøkonomien har vært skjør og sårbar. Det har vært et viktig hensyn i den økonomiske politikken siden 1970-årene å unngå å svekke denne delen av næringslivet for mye. I dette foredraget vil jeg først ta for meg utformingen av norsk pengepolitikk over de senere år og deretter komme nærmere inn på sammenhengene mellom den særegne strukturen i norsk økonomi og pengepolitikken.

Målet for pengepolitikken

I Norge er det tradisjon for å ha et mål om fast eller stabil valutakurs. Vi kan likevel ikke si at vi alltid har hatt stor grad av fasthet eller stabilitet i pengepolitikken. Tvert i mot. På 1970- og 80-tallet manglet økonomien nominelt ankerfeste. Rentene var satt lavt nominelt, og de var politisk bestemt. Hyppige devalueringer ble anvendt for å rette opp de negative virkningene på konkurranseevnen av for høy pris- og lønnsvekst. Den gjennomsnittlige prisstigningen fra

1973 til 1987 var nesten ti prosent. Verdien av den norske kronen i forhold til tyske mark ble neste halvert fra 1973 til 1987. Vi betalte rundt 2 kroner for en mark i 1973 og nærmere 4 kroner i 1987.

Lavrente- og devalueringlinjen brøt sammen midt på 1980-tallet. Etter en omlegging, som kan tidfestes til 1986, har pengepolitikken skapt nominell stabilitet. Gjennom 1990-tallet har inflasjonen i Norge vært på linje med inflasjonen ellers i Europa. Samtidig er kronens verdi målt mot europeiske valutaer om lag den samme i dag som den var tidlig på 1990-tallet. Prisen på tyske mark i norsk regning er fortsatt rundt 4 kroner.

Norge forlot fastkurssystemet i 1992 som følge av omfattende spekulasjoner mot kronen under uroen i de europeiske valutamarkedene. I de første årene etter dette var kronekursen svært stabil. De daglige kurssvingningene var små. Når vi i dag ser tilbake på utviklingen i det norske valutamarkedet på 1990-tallet, ser det ikke ut til å ha skjedd en stor endring i 1992 selv om situasjonen virket svært så dramatisk der og da.

Derimot var det et markert skifte rundt årsskiftet 1996/ 1997. Det er fra da av at de daglige noteringene og utviklingen fra måned til måned viser at kronen flyter.

Kronen flyter, men pengepolitikken rettes inn mot stabilitet i kronens verdi. Valutakursforskriften - som er det mandat de politiske myndigheter har gitt Norges Bank - sier at pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi mot europeiske valutaer. Norges Bank har siden 1. januar 1999 definert europeiske valutaer som euro.

I kursforskriften er det tatt høyde for at kronekursen kan bli liggende utenfor sitt vanlige leie. Ved vesentlige endringer i valutakursen skal Norges Bank innrette virkemidlene med sikte på at kursen etter hvert bringes tilbake til utgangsløyet. Norges Bank tolker en kursendring som vesentlig dersom den påvirker forventningene om pris- og kostnadsutviklingen slik at kursendringen blir selvforsterkende.

I utøvelsen av pengepolitikken legger Norges Bank vekt på å oppfylle de grunnleggende forutsetninger for kursstabilitet overfor euro: Virkemidlene må rettes inn slik at pris- og kostnadsveksten kommer ned mot den stigningen som Den europeiske sentralbanken (ESB) sikter mot. Samtidig må Norges Bank unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstid med deflasjon, fordi det kan svekke tilliten til kronen.

Maastricht-traktaten sier at hovedmålet for Den europeiske sentralbanken er å opprettholde prisstabilitet. Den europeiske sentralbanken har definert prisstabilitet som en prisstigning under 2 prosent. Gjennom målet om kursstabilitet overfor euro har vi valgt samme standard for nominell stabilitet som ESB.

Inflasjonen i Norge kan ikke ligge over inflasjonen i euro-området år etter år uten at det får virkninger for kursutviklingen mellom kroner og euro. Slik sett har vår pengepolitikk likhetspunkter med det å følge et inflasjonsmål.

Men det er også ulikheter. Dersom det oppstår en situasjon der det etter et kursutslag, for eksempel utløst av et stort og varig oljeprisfall, ikke vil være mulig for Norges Bank å få kursen tilbake uten at pengepolitikken bidrar til nedgangstid med deflasjon, vil banken

underrette statsmyndighetene om at det er behov for tiltak av andre enn banken. Det samme vil vi gjøre i en situasjon der det å strengt forfølge kursmålet på kort sikt kunne lede til inflasjon. Det kan da være tale om å tilrå finanspolitiske tiltak som gjør det mulig å bringe kronekursen tilbake mot utgangsløyet og stabilisere den. Ved store og varige skift i økonomien må finanspolitikken og lønnsdannelsen bidra til å gjenvinne balansen i økonomien. Dersom det har skjedd fundamentale og varige endringer i rammevilkårene for norsk økonomi, kan det imidlertid også tenkes at det ville være riktig å endre retningslinjene for pengepolitikken.

Virkningene av pengepolitikken

Norges Bank har i utgangspunktet to virkemidler i pengepolitikken: renten og valutaintervensjoner. Vi har imidlertid dårlige erfaringer med å påvirke valutakursen gjennom omfattende og vedvarende intervensjoner i valutamarkedet. Det kan lett oppstå spillsituasjoner der markedsaktørene ser sentralbankens forsøk på å styre valutakursen som en interessant profittmulighet. Erfaringene fra høsten 1992, rundt årsskiftet 1996/97 og høsten 1998 var at intervensjoner ikke kunne demme opp for press mot kronen.

Vi må derfor ta utgangspunkt i at det normalt er renten som er virkemidlet i pengepolitikken, selv om intervensjoner vil kunne brukes i begrenset omfang i spesielle situasjoner. Renten kan påvirke valutakursen direkte gjennom rentedifferansen overfor utlandet og indirekte gjennom inflasjonsforventningene. Renten vil også påvirke pris- og kostnadsveksten og dermed de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet.

Økt rente gjør det normalt mer attraktivt å sitte med fordringer i norske kroner. En økning i renten vil derfor styrke kronen, og en lavere rente vil svekke kronen. Denne sammenhengen forutsetter imidlertid at det er tillit til at pengepolitikken gir økonomien nominelt ankerfeste. I noen situasjoner kan renteendringer ha motsatt effekt. Økt rente kan svekke kronen hvis den bidrar til nedgangstid og deflasjon, og redusert rente kan styrke kronen hvis den bidrar til at vi unngår nedgangstid med deflasjon. Renten har påregnelig virkning på kronekursen bare når den påvirker prisveksten i riktig retning.

Pris- og kostnadsveksten påvirkes av pengepolitikken gjennom flere kanaler. Når renten øker, blir det mer lønnsomt å spare og å utsette forbruk til senere. Det vil redusere veksten i husholdningenes forbruk. Samtidig vil en høyere rente kunne øke avkastningskravet og dermed redusere investeringene i bedriftene.

I tillegg til den direkte effekten på etterspørselen, kan en renteøkning redusere etterspørselen gjennom redusert tilgang på likviditet, verditap på formuesobjekter og sterkere valutakurs. Sterkere valutakurs vil dessuten redusere prisveksten på importerte varer, som utgjør 40 prosent av varene og tjenestene i konsumprisindeksen.

En renteøkning vil også kunne virke gjennom inflasjonsforventningene. Forventninger om lavere framtidig inflasjon vil øke realrenten og kan dermed i seg selv ha en effekt på realøkonomien. Inflasjonsforventningene kan også ha betydning for pris- og lønnsdannelsen og for valutakursen.

Vi må imidlertid regne med at styrken i sammenhengene mellom rente, forventninger, etterspørsel og inflasjon vil kunne variere over tid avhengig av situasjonen der og da. Det er likevel ikke grunn til å tvile på at renten er et kraftfullt virkemiddel. Det er publisert analyser av hvordan renteendringer påvirker økonomien i ulike land. Norges Bank la for vel et år siden frem en analyse basert på beregninger som viste at en renteøkning på 1 prosentpoeng reduserer BNP-veksten og prisveksten med knapt 1/2 prosentpoeng. En vesentlig del av virkningen på prisveksten skyldtes virkninger via valutakursen. Sentralbankene i England og Sverige har publisert beregninger som viser effekter om lag i samme størrelsesorden.

Usikkerheten om virkningene av renten og om den økonomiske utviklingen er slik at det ikke er mulig å finstyre den løpende prisutviklingen og valutakursen. Men det er mulig å føre en pengepolitikk som gir tillit til at det vil være nominell stabilitet. For en god utvikling i norsk økonomi kreves det imidlertid mer enn at pengepolitikken er på plass.

Samspeillet i økonomisk politikk - oljeinntektenes betydning

Fundamentet for å oppnå en stabil økonomisk vekst skapes gjennom et vellykket samspill mellom de ulike elementene i politikken; det vil si mellom finanspolitikken, pengepolitikken, systemet for inntektsoppgjørene og andre tiltak for å bedre økonomiens virkemåte - såkalt strukturpolitikk. Norsk økonomi er sårbar for brå skift i verdensøkonomien. Vi kan ikke skjerme oss fullt ut mot "sjokk" fra omverdenen, men vi kan dempe virkningene slik at vår økonomiske utvikling på sikt blir best mulig.

Finanspolitikken har i Norge hatt en viktig rolle i å stabilisere etterspørsel og produksjon. Den realøkonomiske utviklingen har betydning for pris- og kostnadsutviklingen og dermed også for Norges Banks rentesetting. Samtidig vil endringer i rente og valutakurs på kort sikt påvirke den realøkonomiske utviklingen. Det betyr at utformingen av finans- og pengepolitikken gjensidig påvirker det samlede aktivitetsnivået i økonomien.

Inntektene fra petroleumssektoren er store. Håndteringen av disse inntektene er av vesentlig betydning for utviklingen i norsk økonomi og for gjennomføringen av pengepolitikken.

Dagens store inntekter fra petroleumssektoren skyldes både høy oljepris og et høyt produksjonsvolum. Ifølge dagens prognoser vil kontantstrømmen nå toppen i nær fremtid, og deretter avta i takt med produksjonsvolumet og lavere oljepris.

Statens inntekter fra petroleumssektoren har bidratt til store overskudd på statsbudsjettet de siste årene. Som vist i figuren er det ventet høye overskudd også de kommende år. En del av petroleumsinntektene anvendes for å finansiere offentlige utgifter fra år til år. En betydelig andel av inntektene spares. Denne sparingen investeres i utenlandske aksjer og obligasjoner gjennom Statens Petroleumsfond.

Dette kan komme godt med. Norsk økonomi står overfor store utfordringer fremover som følge av en økende andel eldre i befolkningen og sterk vekst i utgifter til pensjoner og til pleie- og omsorgstjenester.

Antall alders- og uførepensjonister anslås å øke med 50 prosent fram til 2030, og statens utgifter til alders og uførepensjon er anslått å øke fra om lag 7 prosent av BNP i år til 15 prosent om 30 år.

For å møte disse langsiktige utfordringene i finanspolitikken er det riktig å avsette midler når petroleumsinntektene er høye. Jo større petroleumsfondet blir, desto mindre avhengige av petroleumsinntektene vil vi bli i fremtiden. Og det er fornuftig, for i en ikke altfor fjern fremtid vil ikke de inntektene være der lenger. Dette er den langsiktige begrunnelsen for høy offentlig sparing nå.

Men, svingninger i oljeprisen og oljeinntektene gir oss også utfordringer for den økonomiske politikken på kort og mellomlang sikt. La oss anta at oljeprisen midlertidig øker med vel en dollar fatet. Det er en liten endring i oljeprisen, godt innenfor de normale variasjonene fra ett år til det neste. Statens inntekter - og dermed budsjettoverskuddet - vil da øke med nærmere 1 prosent av Norges årlige BNP. Dersom økningen i oljeinntektene brukes innenlands, tilsvarer det nesten halvparten av den årlige veksten i fastlandsøkonomien i et normalår. Hvis også den private delen av økonomien vokser, og økonomien allerede er nær kapasitetsgrensen, ville en slik politikk raskt føre til et sterkt press på ressursene i økonomien. Det gir impulser til lønns- og prisstigning som vil måtte motvirkes av høyere renter. Slike svingninger i offentlige utgifter vil også gi ustabile forhold i valutamarkedet.

Statens petroleumsfond skal virke som en buffer mot kortsiktige svingninger i oljeinntektene. Siden store deler av inntektene fra oljevirkosomheten tilfaller staten, vil svingninger i oljeprisen og oljeinntektene i første rekke resultere i endringer i avsetningene til oljefondet. Siden oljefondet i sin helhet plasseres i utlandet, vil slike endringer i utgangspunktet ikke påvirke aktiviteten i økonomien. Valutamarkedet forblir i balanse siden petroleumsfondsmekanismen virker som en "svingdør" for valutastrømmene. Dette gjør norsk økonomi mer robust overfor svingninger i oljeprisen og dermed mindre oljeavhengig, også på kort sikt.

Vi kan si at oljeinntektene kommer inn i norsk økonomi gjennom et ytre og et indre kretsløp. Skillet mellom det ytre og det indre kretsløpet er viktig for stabiliteten i valutakursen. Det innebærer blant annet at kortsiktige endringer i oljeprisen ikke skal påvirke innretningen av den økonomiske politikken. Hvis skillet mellom de to kretsløpene skulle bryte sammen, og bruken av oljeinntektene svinge mer i takt med oljeprisen, ville vi få en ustabil økonomi. Det er en fare for at det kan skje.

Med store og til dels varierende inntekter på budsjettet kan en lett miste holdepunktet for å fastsette statens utgifter og skatter og avgifter fra år til år. Dersom budsjettets utgifter svinger i betydelig grad i takt med oljeprisen, vil vi få brå skift og ustabilitet i norsk økonomi. Endringer i oljeprisen vil da raskt kunne påvirke lønns- og prisforventningene, valutakurs og langsiktige renter. Da vil det være svært krevende å sikre nominell stabilitet. De kortsiktige rentene vil måtte endres hyppig og kraftig, og de langsiktige rentene vil komme til å reflektere en høy risikopremie på norske kroner. Det er derfor viktig at de årlige budsjettene er forankret i en langsiktig strategi som tar god høyde for at oljeinntektene kan svinge fra år til år.

Hvis budsjettpolitikken skulle mangle en langsiktig forankring, vil heller ikke samspillet i den økonomiske politikken fungere, og vi vil få ustabil kronekurs og større konjunkturbevegelser. Dette vil samtidig føre til dårligere utnyttelse av våre ressurser blant annet fordi de sterke svingningene i innenlandsk aktivitet og langsiktige renter og valutakurs vil medføre at det blir fattet investeringsbeslutninger på svært usikkert grunnlag.

De siste årene har det vært en viss tiltakende vekst i statsbudsjettets reelle underliggende utgifter. Både i fjor og i år har utgiftsveksten vært høyere enn to prosent. Det er sterkere enn normal vekst i fastlandsøkonomien. Samtidig er skatter og avgifter økt. Finanspolitikken har dermed virket om lag nøytralt på den innenlandske etterspørselen. Men det har vært i en situasjon hvor lønnsveksten har vært vesentlig høyere enn i andre land, noe mange vil mene burde kalle på en mer tilbakeholden finanspolitikk.

En mulig tolkning av utviklingen er at det er mer krevende å bruke statsbudsjettet til å dempe konjunktursvingninger i en oppgang enn i en nedgang. Viljen og evnen til å føre motkonjunkturpolitikk kan selv være syklisk. En annen tolkning er at en nøytral finanspolitikk i et år med sterk økning i statens finansformue er en avveining mellom det å anvende statsbudsjettet til å stabilisere økonomien og det å fase inn en økt finansinntekt i økonomien.

Med det mål vi har for pengepolitikken, vil resultatet uansett være at det skjer en viss forskyvning i den økonomiske politikken. Mens finanspolitikken har en nøytral virkning på innenlandsk etterspørsel, virker pengepolitikken til å stramme inn. Det kommer blant annet til uttrykk i at kortsiktige renter er høyere enn langsiktige. Oppmerksomheten i inntektsoppgjørene har vel også forskjøvet seg noe siden midten av 1990-tallet, med mindre vekt på hensynet til en balansert utvikling i arbeidsmarkedet.

En finanspolitikk der utgiftene svinger med oljeinntektene, vil være klart uheldig. Hva med en stabilt høyere bruk av oljeinntektene? Det er jo så mange gode formål som gjerne skulle tilgodesees. I en situasjon med lite ledige ressurser i økonomien vil økte offentlige utgifter føre til at konkurranseevnen svekkes og at verdiskapningen i konkurranseutsatt sektor reduseres. Det kan skape store omstillingsproblemer når olje- og gassinntektene faller om 10-15 år.

Pengepolitikken kan sikre nominell stabilitet. Det er viktig. Men pengepolitikken kan ikke sikre et blomstrende konkurranseutsatt næringsliv. Det krever medvirkning fra finanspolitikk og partene i arbeidslivet. Om det ikke er på plass, så er likevel ikke en lempelig pengepolitikk svaret. Det vil bare føre til inflasjon, hvor oppgang og dyrtid ender i nedgang og krise. Utviklingen på 80-tallet og begynnelsen av 90-tallet ga oss smertefulle erfaringer, og vi må ikke gjenta de samme feilene.

Fremtiden for vårt konkurranseutsatte næringsliv vil i stor grad bli bestemt av hvor mye oljeinntekter som blir tatt inn i økonomien. Velger våre politikere å bruke mer, og det er deres privilegium og vi kan alle se områder hvor en gjerne skulle gjort mer, så vil konkurranseutsatt næringsliv ubønnhørlig bli bygget ned raskere og kraftigere enn ellers. Noen vil se det som ønskelig for å skaffe ressursmessig rom for økt offentlig tjenestetilbud. Andre vil mene at problemene i offentlig sektor ikke i første rekke skyldes manglende

bevilgninger, og at vi lett skyter oss selv i foten ved å avvikle de konkurranseutsatte, og derfor gjerne mest dynamiske deler av vårt næringsliv.

Jeg har betydelig sympati for dette siste synspunkt.

Finanspolitikken bidrag er også avgjørende for at inntektspolitikken skal makte sin oppgave - nemlig å sørge for at utviklingen i lønnskostnadene i Norge er på linje med hva vi ser hos våre handelspartnere. utfordringene for inntektspolitikken er store med dagens pressproblemer i arbeidsmarkedet og mangel på arbeidskraft i flere sektorer. Utviklingen de senere år gir grunn til uro - veksten i lønnskostnadene i Norge har vært om lag 11 prosentenheter høyere enn i euroområdet og 10 prosentenheter høyere enn hos handelspartnerne de tre siste årene. Ikke bare medfører dette en svekkelse av konkurranseevnen, men det krever også høyere renter for å dempe pris- og kostnadsveksten.

Vi har høyere renter enn i euro-området. Vi har også høyere prisstigning.

Slik Norges Bank vurderte det i siste inflasjonsrapport, så vi for oss at med uendrede renter de neste par årene kunne prisveksten i Norge komme ned til i underkant av 2 prosent om et par års tid. Og det bør den om vi skal kunne ha stabilitet i valutakursen over tid.

Avslutning

La meg avslutte og prøve å oppsummere.

Pengepolitikken hovedoppgave er å sørge for nominell stabilitet. Det er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til økonomisk vekst og velferd.

Norges økonomi er sårbar for brå skift i verdensøkonomien. Den store oljesektoren forsterker det. Av den grunn er et vellykket samspill mellom de ulike elementene i politikken viktig for å sikre at vår økonomiske utvikling på sikt blir best mulig

Takk for oppmerksomheten.