

Noen betraktninger rundt dagens pengepolitikk

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Bergo. Nordlandsbanken, Tromsø 19. oktober 2000

Jeg vil takke for anledningen til å komme her i dag å snakke om norsk pengepolitikk. I sentralbanken vil vi gjerne bidra til forståelse for det pengepolitiske regimet vi har i Norge og for hvordan renten settes. Valutakursforskriften er det mandatet Norges Bank har fått av de politiske myndigheter, og jeg vil utdype vår tolkning av mandatet. Jeg vil deretter gå nærmere inn på prosedyren rundt rentesettingen og kommentere den aktuelle rentepolitikken. Jeg vil også berøre noen sider av forholdet mellom finanspolitikken og pengepolitikken. Til slutt vil jeg omtale betydningen av den rollen Petroleumsfondet spiller i den økonomiske politikken.

Bakgrunnen for det pengepolitiske regimet

Pengepolitikkenes viktigste oppgave er å gi økonomien et nominelt ankerfeste. I Norge har vi siden 1986 fokusert på å holde verdien av kronen fast eller stabil i forhold til andre valutaer.

Fram til 1992 hadde vi et fastkurssystem med en definert sentralkurs og med maksimalt tillatte svingningsmarginer. Renten ble fastsatt ensidig med sikte på å holde kronekursen innenfor sitt svingningsintervall. Kronekursen ble styrt ved intervensjoner i valutamarkedet. Fastkurspolitikken ga en gradvis nedgang i prisveksten. Samtidig bidro en motsyklisk finanspolitikk til å gjøre det pengepolitiske valget mer troverdig.

Dette systemet måtte vi forlate i desember 1992 etter omfattende spekulasjoner mot kronen i forbindelse med uroen i de europeiske valutamarkedene. Kronen falt noe i verdi like etter krisen, men holdt seg deretter stabil uten omfattende bruk av Norges Banks virkemidler. Det er flere årsaker til dette. Norsk økonomi vokste jevnt i første halvdel av 1990-tallet. Prisveksten var lav, finanspolitikken var godt tilpasset den økonomiske utviklingen, og oljeprisen var forholdsvis stabil.

Siden 1996 har forutsetningene for valutakursstabilitet ikke vært like gode. Statsbudsjettet har ikke i tilstrekkelig grad bidratt til å jevne ut veksten i den innenlandske etterspørselen og produksjonen, lønnsveksten har vært vesentlig høyere enn i andre land, og svingningene i oljeinntektene har vært sterke. Samtidig smittet uro i internasjonale finansmarkeder over på vår valuta. Kronekursen har i denne perioden svingt til tross for en aktiv bruk av Norges Banks virkemidler.

Det er imidlertid grunn til å fremheve at det kursleiet vi nå har, har norsk økonomi i grove trekk levd med i 14 år. Vi har ikke holdepunkter for å si at det ikke er et egnet kursnivå også i årene fremover så fremt finanspolitikken jevner ut svingninger i den innenlandske økonomien og lønnsdannelsen fungerer like godt som på første del av 1990-tallet. Man må imidlertid ikke stirre seg blind på kronekursen overfor euro en enkelt dag, eller uke eller måned. For tiden er euroen svært svak mot amerikanske dollar. Med lav inflasjon i begge

områder er det ikke noe som tilsier at euroen systematisk skulle være svak over konjunktursykelen. Overfor bredere kursindekser har kronen svekket seg noe det siste året.

Mandatet for pengepolitikken

De politiske myndighetene gir Norges Bank mandatet for utøvelsen av pengepolitikken. Mandatet er nedfelt i forskriften om kronens kursordning som ble vedtatt ved kongelig resolusjon 6. mai 1994. Av forskriften fremgår det at kronen flyter, men at "pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi mot europeiske valutaer, med utgangspunkt i kursleiet etter at kronen begynte å flyte den 10. desember 1992." Formuleringene i forskriften for øvrig viser at Norges Bank er gitt stort rom for å utøve skjønn. Vi har lagt stor vekt på å redegjøre for hvordan vi tolker oppdraget vi har fått, og forklare vårt reaksjonsmønster i rentesettingen i ulike situasjoner.

Utviklingen har vist at det ikke lenger er mulig å finstyre kronekursen. I utøvelsen av pengepolitikken legger derfor Norges Bank vekt på å oppfylle de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronekursen: For å oppnå kursstabilitet mot euro, må virkemidlene i pengepolitikken rettes inn slik at pris- og kostnadsveksten kommer ned mot den stigningen Den europeiske sentralbanken sikter mot. Samtidig må Norges Bank unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstid med deflasjon, fordi det kan svekke tilliten til kronen.

Skulle kronekursen i lengre tid bli liggende utenfor utgangsleiet, kan ikke kravet om tilbakevending av valutakursen gjelde uavhengig av konsekvensene av å bringe kronekursen tilbake. Settes et slikt krav på spissen, vil det få et for sterkt element av paripolitikk ved seg. Norges Bank kan ikke føre en pengepolitikk som bidrar til høy inflasjon eller nedgangstider med deflasjon, fordi tilliten til kronen i begge tilfeller ville svekkes.

Dersom det oppstår en situasjon der Norges Bank ikke kan få kursen tilbake uten slike konsekvenser, vil banken underrette statsmyndighetene om at det er behov for tiltak av andre enn banken. Det kan da være tale om å tilrå finanspolitiske tiltak som gjør det mulig å bringe kronekursen tilbake mot utgangsleiet 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.

Virkemidlene i pengepolitikken

Norges Bank har to virkemidler i pengepolitikken - valutaintervensjoner og renten.

Både internasjonalt og i Norge har vi dårlige erfaringer med omfattende og vedvarende intervensjoner i valutamarkedet for å påvirke valutakursen. Intervensjoner oppfattes ofte av markedsoperatørene som en interessant profittmulighet der sentralbanken forsøker å forsvare et nivå på valutakursen som ikke samsvarer med markedets vurdering. Med den kolossale omsetningen i valutamarkedet, vil som regel omfanget av intervensjonene fra sentralbankens side komme til kort hvis markedet samlet går den i mot.

Renten er derfor sentralbankens viktigste virkemiddel. Renten påvirker kronekursen direkte gjennom avkastningen som kan oppnås ved å plassere i kroner sett i forhold til andre valutaer. I tillegg har renten en indirekte effekt via virkningene på pris- og kostnadsutviklingen i Norge og på forventningene om dette fremover.

Med stadig mer integrerte finansmarkeder over landegrensene, vil en aktiv bruk av renten til å forsvare bestemte nivåer på kronekursen være en kortsiktig og lite fornuftig politikk. Dette har vi flere erfaringer fra i de senere år. Det er derfor vi har trukket den konklusjonen at vi ikke har virkemidler til å finstyre kronekursen.

Vi har i år sett en tendens til at kronekursen tidvis har vært sterk mot euroen. Dette har sammenheng med at euroen har vært særlig svak, blant annet mot amerikanske dollar og japanske yen. Den effektive kronekursen - kronekursen målt mot et snitt av handelspartnernes valutaer - er derimot svekket. Hvis Norges Bank i denne situasjonen skulle bruke renten til å forsøke å finstyre kronekursen mot euroen på kort sikt, ville det åpenbart ha ført galt av sted. Resultatet ville blitt en lavere kortsiktig rente - dårlig tilpasset situasjonen i norsk økonomi - som over tid ville ført til høyere pris- og kostnadsvekst. Det ville da etterhvert oppstå forventninger om at kronen skulle depreciere, og grunnlaget for stabilitet i kronekursen ville således undergraves.

Den eneste farbare vei er derfor at Norges Bank i virkemiddelbruken legger vekt på de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet: Pris- og kostnadsveksten må over tid bringes ned mot den stigningstakten eurolandene sikter mot. Samtidig må en unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstider med deflasjon.

Rammene rundt rentesettingen

La meg nå komme nærmere inn på rammene rundt rentesettingen. Hovedstyret i Norges Bank har en bred drøfting av pengepolitikken hver sjette uke. Eventuelle vedtak om renteendringer eller andre viktige omlegginger av virkemiddelbruken i pengepolitikken blir normalt truffet i disse møtene. Hovedstyrets beslutning - uansett om det fattes vedtak om renteendring eller ikke - offentliggjøres ved pressemelding samme dag klokken 14.00. Samtidig avholdes en pressekonferanse der det gis en nærmere redegjørelse for vedtaket. Innledningen til pressekonferansen samt lydoverføring fra pressekonferansen legges ut på Norges Banks internettside.

Det er analysene i Norges Banks inflasjonsrapporter, sammen med den løpende vurderingen av pris- og kostnadsutsiktene og forholdene i penge- og valutamarkedene, som danner grunnlaget for beslutningene om virkemidlene i pengepolitikken. Inflasjonsrapporten, som utgis 4 ganger i året, gir en oversikt over utviklingen i priser og faktorer som påvirker pris- og kostnadsveksten. Den inneholder en gjennomgang av utsiktene for norsk økonomi og gir Norges Banks beste faglige skjønn på utviklingen i prisstigningen på to års sikt. Sentralbanksjefen eller visesentralbanksjefen oppsummerer Norges Banks vurderinger i en leder til rapporten.

Rapporten legges ut på bankens internettside. Det avholdes også pressekonferanse ved fremleggelse av inflasjonsrapporten med direkte lydoverføring av pressekonferansen på Internett.

I de senere år har vi lagt stor vekt på å bidra til åpenhet i rentepolitikken. Dette er i tråd med utviklingen som ses internasjonalt. Slik åpenhet fremmer forutsigbarhet i sentralbankens adferd, og gjør dermed usikkerheten mindre for alle aktørene i det økonomiske livet. Norsk økonomi blir mindre utsatt for tvil og spekulasjoner om rentesettingen, forventningsdannelsen blir mer stabil og utviklingen i langsiktige renter blir jevnere. Over tid skapes det et mønster av kontinuitet og konsistens i gjennomføringen av pengepolitikken for å nå målet om nominell stabilitet. Dette er det beste bidraget Norges Bank kan gi til den økonomiske veksten og velferden i landet.

Den aktuelle rentepolitikken

Norges Bank vedtok 20. september å øke sin viktigste rentesats overfor bankene, foliorenten, med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng til 7 prosent. Norges Bank har dermed økt renten i fire trinn med i alt $1\frac{1}{2}$ prosent-poeng i år. Dette har skjedd med bakgrunn i renteøkninger i andre land og en relativt svak kronekurs. Det siste året har dessuten risikoen tiltatt for at pris- og kostnadsveksten i Norge kunne bli liggende vesentlig høyere enn i andre europeiske land. Norges Bank måtte motvirke dette, slik at de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet blir oppfylt. Derfor har banken satt opp renten.

Etter den siste renteøkningen i september ble det presisert at tendensen i den økonomiske utviklingen og risikobildet slik vi nå ser det, gjør det like sannsynlig at neste endring i renten vil være en reduksjon som at det blir en økning. Dette innebar en endring i forhold til hva som ble sagt om renteutsiktene på pressekonferansene fra februar til august i år, der det da ble ansett som mer sannsynlig at neste endring i renten vil være en økning enn at det blir en reduksjon.

Som sagt er anslagene i inflasjonsrapporten et viktig grunnlag for banken i utøvelsen av pengepolitikken. I siste inflasjonsrapport som ble lagt frem slutten av september, anslo vi veksten i konsumprisene til 3 prosent i år, $2\frac{3}{4}$ prosent neste år og $2\frac{1}{4}$ prosent i 2002. I forhold til rapporten i juni er anslaget for i år uendret, mens det for neste år er oppjustert med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng. Anslaget for 2002 er nedjustert med $\frac{1}{4}$ prosentpoeng.

Konsumprisveksten i år må ses på bakgrunn av den kraftige økningen i oljeprisen og økte avgifter inneværende år. Etter hvert som ringvirkningene av økningen i oljeprisen blir uttømt, ventes prisveksten å avta. Dessuten vil renteøkningene de siste månedene etter hvert bidra til å dempe pris- og kostnadsveksten.

Anslagene bygger på en rekke forutsetninger om blant annet internasjonal økonomi, oljeprisen og finanspolitikken. Skulle utviklingen bli vesentlig annerledes enn det som nå er lagt til grunn, kan det få konsekvenser for innrettingen av pengepolitikken.

Samtidig må det sies at det også er usikkert hvor sterkt og hvor raskt pengepolitiske tiltak virker. Det taler for en gradvis tilpasning av renten. Særlig usikre er virkningene av

pengepolitikken på hvordan prisforventningene dannes. Hvis disse virkningene er sterkere enn vi hittil har regnet med, kan pris- og kostnadsveksten komme raskere ned enn det vi nå har lagt til grunn.

Samspeilet mellom finanspolitikken og pengepolitikken

Det er neppe omstridt hvordan de ulike politikelementene kan på virke den økonomiske utviklingen på lang sikt: Prisnivået kan påvirkes gjennom pengepolitikken, sysselsettingen kan påvirkes gjennom lønnsdannelsen og fordelingen av ressursene mellom skjermet sektor og det konkurranseutsatte næringslivet kan påvirkes gjennom finanspolitikken.

På kort sikt kan imidlertid både pengepolitikken og finanspolitikken påvirke utviklingen i sysselsettingen, prisutviklingen og ressursfordelingen mellom sektorer. Finanspolitikken har i Norge hatt en viktig rolle i stabiliseringspolitikken. Den realøkonomiske utviklingen har imidlertid også betydning for pris- og kostnadsutviklingen, og dermed for hvilken rente det er riktig av Norges Bank å sette. Samtidig vil endringer i renten og valutakursen på kort sikt påvirke den realøkonomiske utviklingen. Dette betyr at utformingen av finans- og pengepolitikken gjensidig påvirker det samlede aktivitetsnivået i økonomien. Med store og til dels varierende inntekter på budsjettet kan en lett miste holdepunkter for å fastsette statens utgifter og skatter og avgifter fra år til år. Dersom budsjettets utgifter tillates å svinge i takt med oljeprisen, vil det kunne lede til brå skift og ustabilitet i norsk økonomi. Endringer i oljeprisen vil da raskt kunne påvirke lønns- og prisforventningene, valutakurs og langsiktige renter. I dette tilfellet vil det være svært krevende å sikre nominell stabilitet. De kortsiktige rentene vil måtte endres hyppig og kraftig og vil gjennomgående reflektere en høy risikopremie på norske kroner. Det er derfor viktig at de årlige budsjettene er forankret i en langsiktig strategi som tar høyde for at oljeinntektene kan svinge fra år til år. Mekanismen med Petroleumsfondet, som jeg skal komme tilbake til senere, er et viktig element i denne strategien. Det er en fordel om finanspolitikken i tillegg kan brukes for å motvirke svingninger i etterspørsel og produksjon.

Norges Bank kan ut fra sitt mandat og ansvar trolig best bidra til at pengepolitikken og finanspolitikken blir tilpasset hverandre med å være åpen om sine analyser og reaksjonsmønstre, slik at de politiske myndighetene tar hensyn til virkningen på Norges Banks rentesetting når vedtak om statsbudsjettet blir fattet.

Rollen til Petroleumsfondet

Norsk økonomi er liten og åpen. Svingningene i oljeprisen og oljeinntektene er en stor utfordring for norsk økonomisk politikk. Statens petroleumsfond spiller en viktig rolle for å stabilisere utviklingen i fastlandsøkonomien. Gjennom fondet blir en stor del av statens inntekter fra olje og gass investert i utlandet. Ved at valutainntektene plasseres i utlandet, opprettholdes balansen i markedet for norske kroner. Virkningen på kronekursen av svingninger i oljeprisen blir dermed dempet.

En del av oljeinntektene brukes til å finansiere utgiftene i statsbudsjettet. Den delen av statens oljeinntekter som ikke anvendes innenlands, går inn på oljefondets konto i Norges

Bank. Norges Bank skaffer valuta tilsvarende avsetningene til oljefondet. Oljefondets midler plasseres deretter i utlandet. Oljefondet plasserer også avkastningen i utlandet.

Det er i denne sammenheng verdt å minne om at inntektene fra petroleumsvirksomheten ikke er inntekter i vanlig forstand, men at de i realiteten er en omplassering av olje- og gassformue. Ser vi på hele perioden siden oljeeventyret startet i 1971, viser beregninger foretatt i Nasjonalbudsjettet for 2001 at om lag 72 prosent av statens samlede petroleumsinntekter på i underkant av 1 100 milliarder kroner har blitt brukt til å finansiere løpende utgifter over statsbudsjettet. Det er først fra og med 1996 at det har blitt satt av midler i Petroleumsfondet. Anslag for markedsverdien til Petroleumsfondet ved utgangen av 2000 er på vel 385 milliarder kroner. Selv om oppbyggingen av fondet de senere år har vært betydelig, har altså oppsparingen av finansiell formue i utlandet bare i liten grad motsvart nedbyggingen av olje- og gassreservene.

Oppbyggingen av oljefondet skal ivareta hensynet til fordeling av oljeinntektene mellom generasjoner og bidrar til stabilitet i statens finanser på lang sikt. Det kan være illustrerende å vise til at Nasjonalbudsjettet 2001 anslår statens pensjonsforpliktelser ved utgangen av 2000 til om lag 2 800 milliarder, med andre ord godt og vel 7 ganger størrelsen på Petroleumsfondet på samme tidspunkt. Regjeringen viser da også til at selv med de høye oljeinntektene vi nå har, har statens pensjonsforpliktelser vokst langt raskere enn Petroleumsfondet har blitt fylt opp.

Oljefondet skal dessuten 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. Dette gjør norsk økonomi mer robust overfor svingninger i oljeprisen og dermed mindre oljeavhengig, også på kort sikt.

Hvis vi derimot lot offentlige utgifter svinge med opptjeningen av oljeinntektene, kunne en omfattende bruk av oljeinntekter i perioder med høy oljepris kreve smertefulle nedskjæringer når oljeprisen faller. Oljeprisen er nå riktignok høy, men vi kan ikke basere oss på at det vil vare ved. For bare halvannet år siden var oljeprisen en tredel av hva den er nå. Effektene av oljeprisfallet i 1986 har mange av oss fremdeles i friskt minne.

En slik finanspolitikk ville dessuten undergrave målet om stabilitet i kronekursen, fordi valutakursen ville bli bufferen i stedet for petroleumsfondet. Dette ville gi ustabile rammebetingelser for den konkurranseutsatte delen av norsk økonomi. Grunnlaget for en balansert utvikling for norsk økonomi ville dermed være betydelig svekket, stikk i strid med tankegangen bak den økonomiske politikken det siste tiåret. Dette viser at innretningen av finanspolitikken er av vesentlig betydning for pengepolitikken muligheter til å sikre nominell stabilitet uten prohibitive kostnader.

Avslutning

La meg avrunde med å gjenta hovedbudskapet: Pengepolitikkenes oppgave er å sørge for nominell stabilitet. Dette er viktig også for den realøkonomiske utviklingen, og er det beste bidrag pengepolitikken kan gi til økonomisk vekst.

Takk for oppmerksomheten.