

Pengepolitikkenes oppgaver og muligheter

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem. Sparebankforeningens konferanse Samfunn og økonomi 2000, Oslo 13. oktober 2000

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 budsjетtrammer. Skattesystemet er i nominelle satser. Når prisnivået svinger sterkt, blir det ikke mulig å forutsi det reelle innholdet i slike avtaler og budsjетter. Dermed vil uventede svingninger i prisnivået lett forplante seg til uønskede svingninger i realøkonomien¹.

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. Det motvirker samtidig at pengepolitikken gir vilkårlige fordelingsvirkninger. 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.

Målet for pengepolitikken

I Norge er det tradisjon for å ha fast eller stabil valutakurs. Vi kan likevel ikke si at vi har hatt stor grad av kontinuitet i pengepolitikken. Tvert i mot. På 1970- og 80-tallet manglet økonomien nominelt ankerfeste. Rentene var satt lavt nominelt, og de var politisk bestemte. 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 nå kanskje 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.

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

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 utgangsleiet. 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.

Kravet i valutakursforskriften om tilbakevending av kronekursen til utgangsleiet kan - om det blir satt på spissen - ha et for sterkt element av paripolitikk i seg. I en tenkt situasjon, for eksempel etter et stort og varig fall i oljeprisen, kan kronekursen i lengre tid bli liggende utenfor kursleiet. Dersom Norges Bank da forsøker med høy rente å presse kronen tilbake til utgangsleiet, vil pengepolitikken kunne skape nedgangstider av en art som vil svekke tilliten til kronen. Tilsvarende kan det etter appresiering oppstå situasjoner der renten må settes så lavt for å bringe kronekursen tilbake til utgangsleiet at det skapes inflasjon. I begge tilfeller svekkes grunnlaget for kursstabilitet. Norges Bank kan derfor ikke med åpne øyne innrette virkemidlene i pengepolitikken slik at de skaper inflasjon eller nedgangstid med deflasjon.

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.

Maastricht-traktaten sier at hovedmålet for Den europeiske sentralbanken å opprettholde prisstabilitet. Den europeiske sentralbanken har definert prisstabilitet som en prisstigning på 2 prosent eller lavere.

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. Dersom pris- og kostnadsveksten i lang tid blir liggende høyere enn den stigningen ESB sikter mot, vil kronen før eller senere svekke seg i forhold til euro.

Selv om vi retter virkemidlene inn mot stabilitet i kronekursen mot euro, vil det på grunn av forskjeller i konjunkturforløpet være ulikheter i den løpende inflasjonen i Norge og i eurolandene. De siste 15 år har konjunktorene vært i utakt. Stagnasjonen på 1990-tallet har

bidratt til at Europa de senere år har hatt særlig lav inflasjon. Norge har på sin side opplevd en lang periode med økonomisk oppgang på 1990-tallet. Siden 1997 har prisveksten i Norge vært høyere enn blant eurolandene. Dette gjenspeiles ved at Norge nå har klart høyere rente enn eurolandene.

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 viser at intervensjoner ikke kan demme opp for press mot kronen.

Norges Bank ønsker ikke å opptre på en måte som kan fremkalle slike spillsituasjoner. Banken vil likevel kunne bruke intervensjoner i begrenset omfang, dersom kursen kommer vesentlig utenfor det vi vurderer som rimelig ut fra fundamentale forhold eller ved store kortsiktige svingninger i tynne markeder. I slike situasjoner kan risikoen være mindre for å havne i et spill mot aktørene i valutamarkedet.

Vi har også vært utsatt for spill der en eller flere store aktører har drevet kronekursen og samtidig inntatt spekulative posisjoner i rentemarkedet i påvente av at Norges Bank ville sette opp styringsrenten for å forsvare kronekursen. Et for ensidig blikk på valutakursen når renten settes, kan bringe oss inn i disse spillsituasjonene. For spekulantene vil det være lite å tjene på slike spill om Norges Bank går gradvis fram og unngår brå kast i rentesettingen.

Vi må derfor ta utgangspunkt i at det er renten som er virkemidlet i pengepolitikken. Renten kan påvirke valutakursen direkte gjennom rentedifferansen overfor utlandet og indirekte gjennom inflasjonsforventningene.

Økt rente gjør det normalt mer attraktivt å sitte med fordringer i norske kroner. En økning i renten vil styrke 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 retning².

Historisk har det ofte vært slik at sentralbanken har hevet renten når tilliten har vært svekket, og valutaen har vært utsatt for depresieringspress. Det er trolig blant annet derfor det har vært vanskelig å finne empirisk støtte for den direkte sammenheng mellom rentenivå og valutakurs.

Hvor sterkt renten påvirker kronekursen, vil avhenge av hvor usikre kroneplasseringer oppfattes og hvor stor risikopremie som kreves for slike plasseringer. Bankens analyser³ tyder på at kronekursen på kort sikt også er påvirket av usikkerhet i verdensøkonomien og internasjonal finansuro. Særlig etter 1997 kan volatiliteten i internasjonale valutamarkeder

forklare kortsiktige bevegelser i kronekursen. Det kan ha sammenheng med at internasjonale aktører i større grad er oppmerksomme på kronen som et spekulasjonsobjekt.

Den direkte sammenhengen mellom rente og valutakurs er derfor ikke stabil, og nivået på kronekursen gir i seg selv begrenset informasjon om hvordan vi bør sette renten.

Det er grunnleggende viktig å ta hensyn til at norsk økonomi er liten og svært åpen. Vi har stor utenrikshandel. Vi har avvirket alle kapitalreguleringer. Vårt finansmarked blir stadig sterkere integrert med det internasjonale. I løpet av 1990-årene har det skjedd vesentlige strukturendringer. Også husholdningenes sparemidler er nå i stor utstrekning plassert i utlandet gjennom livselskaper og fond. Endringer i kapitalstrømmene betyr mer for kursutviklingen enn betalingene for eksport og import. Kapitalstrømmene kan lett bli påvirket av hendinger i andre land og av endringer i forventninger om utvikling i norsk næringsliv, norske priser, kostnader og renter.

På lang sikt kan det være en tendens til at valutakursen i et land utvikler seg i samsvar med utviklingen i landets pris- og kostnadsnivå sammenliknet med utlandet. Dette er hypotesen om kjøpekraftsparitet mellom land. Dersom prisenivået i et land øker raskere enn i andre land, er det en tendens til at landets valuta etter hvert svekker seg tilsvarende. Det er funnet empirisk støtte for

slike effekter for en rekke land, selv om effektene er relativt svake på kort sikt. Mellom Norge og våre handelspartnere er det imidlertid påvist betydelig konvergens også på mellomlang sikt⁴.

Jeg har beskrevet et valutamarked med en markedsbestemt kronekurs. Det er en prisdannelse i dette markedet som vi normalt ikke kan påvirke med direkte inngrep - med intervensjoner. Vi har altså i aller høyeste grad - ikke bare formelt - en valuta som flyter.

Det formelle regelverket (fra 1994) og tolkningen av dette regelverket er blitt preget av den avgrensningen av pengepolitikens muligheter som utviklingen i valutamarkedene og i strukturene i norsk økonomi har ført til.

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 sammenhengene mellom rente, forventninger, etterspørsel og inflasjon er ustabile. Det er publisert analyser av hvordan renteendringer påvirker økonomien i ulike land. Norges Bank la i desember i fjor 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, hvor en hadde lagt til grunn at kronkursen utviklet seg i samsvar med udekket renteparitet. Sentralbankene i England og Sverige har publisert beregninger som viser effekter om lag i samme størrelsesorden.

Usikkerhet 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.

Erfaringene fra Norge og andre land viser at pengepolitikken kan være slagkraftig, jamfør utviklingen før og etter omleggingen av den økonomiske politikken i 1986. En pengepolitikk der renten settes for lavt, vil utløse betydelige krefter i finansmarkedene. En feil rente medvirker til at markedet vil gi gale prissignaler til husholdninger og finansinstitusjoner i bolig- og eiendomsmarkedet. Med for lav rente og nominelt prispress vil kjøper og selger ha vanskeligere for å oppdage den reelle verdiutviklingen. De vil kjøpe og selge ut fra feil prissignaler. Tilsvarende vil den som yter lån ha vanskeligere for å vurdere den reelle verdien på sikkerheter og låntakers formue. Før eller siden må en slik utvikling korrigeres, og når boblene brister er risikoen høy for gjeldskriser og finansiell ustabilitet. Dette har vi sett eksempler på i Norge og i andre land. Hvis vi lar det utvikle seg ubalansert i den innenlandske økonomien, kan det utløse sterke kapitalbevegelser med store svingninger i valutakurs og langsiktige renter.

Fordelingsvirkninger av pengepolitikken

I drøftingene av rentepolitikken på 1970-tallet stod fordelingsvirkningene av endringer i nominelle renter sentralt. Det er nok grunnlag for å si at hensynet til fordelingsvirkningene var en viktig begrunnelse for lavrentepolitikken. Men som utviklingen skulle vise, var det en feilslått linje. Lavrentepolitikken bidro til økt ulikhet.

Folk påvirkes forskjellig av en renteendring. Husholdninger med stor gjeld vil alt annet likt tape på at renten øker fordi de må bruke en større del av inntekten til å betjene gjelden. Økningen i renteutgiftene som andel av inntektene er imidlertid om lag den samme for alle inntektsgrupper. Det har sammenheng med at husholdninger med høy inntekt som regel har tilsvarende høy gjeld. Bildet endrer seg noe om vi også trekker inn finansinntektene, fordi de i den høyeste inntektsgruppen har relativt mer finanskapital enn andre husholdninger.

Fordrings- og gjeldsposisjonene har likevel en klar profil over livsløpet. Yngre har ofte store bolig- og studielån. Lånene nedbetales gjennom den yrkesaktive perioden. De fleste sparer for alderdommen. Den øyeblikkelige virkningen av en økt rente vil være at disponibel inntekt for folk i etableringsfasen reduseres. Pensjonister får økt disponibel inntekt⁵.

En slik statisk analyse av hvem som tjener og taper på en renteøkning, gir likevel ikke et dekkende uttrykk for fordelingsvirkningene av pengepolitikken. Renten går både opp og ned.

For eksempel svingte Norges Banks renter fra 12 prosent i 1992 til 3 1/2 prosent i 1997. En typisk boliglånsrente var vel oppe i 14-15 prosent på begynnelsen av 1990-tallet og nede på 5 prosent på det laveste. De husholdninger som kortsiktig taper på at renten settes opp, er de samme som får gevinsten når renten settes ned. Pengepolitikken har derfor ikke systematiske fordelingsvirkninger.

Folk kan gardere seg mot svingninger i renten. Etter hvert er markedene for fastrentelån blitt godt utviklet - i hvert fall for kontrakter med opptil 3-5 års rentebinding. Ved å binde renten kan husholdninger med stor nettogjeld sørge for mer påregnelige utgifter til å betjene gjelden.

De noe mer langsiktige fordelingsvirkningene av pengepolitikken er helt annerledes. Holdes renten for lav over en lengre periode, vil pris- og kostnadsveksten etter hvert ta seg opp og de langsiktige rentene øke. Økende lønns- og prisvekst fører til at realverdien av fordringer og gjeld reduseres. Dette vil selvfølgelig isolert sett være gunstig for personer og bedrifter som har høy gjeld, mens andre vil oppleve at sparepengene blir mindre verdt. Samtidig vil en kunstig lav rente føre til oppgang i eiendomsprisene og i prisene på andre formuesobjekter. Kraftig boligprisvekst og oppgang på børsene vil innebærer en betydelig omfordeling i favør av dem som allerede er godt posisjonert disse markedene. Mange unge vil oppleve at inngangsbilletten til boligmarkedet blir for dyr.

I en økonomi uten nominelt ankerfeste vil både konjunktorene, inntektsutviklingen og formuesprisene bli mer omskiftelige. Devaluering- og lavrentepolitikken på 1970- og begynnelsen av 1980-tallet, bidro til sterke konjunkturbevegelser og store fluktasjoner i bolig- og eiendomsprisene.

Hvem som taper og hvem som vinner på slik ustabilitet er i noen grad vilkårlig. Noen vil alltid greie å sko seg; de som tar gevinstene i "jappetider" og "jobbetider", vil også kunne sikre seg og trekke seg ut av utsatte posisjoner i tide. Andre - som ikke i samme grad bruker ressurser på slike aktiviteter - blir ofte sittende igjen som tapere. Den økonomiske nedgangen og arbeidsledigheten - som ofte følger når bobleøkonomien sprekker - vil først og fremst ramme den mest utsatte delen av arbeidsstyrken og gi sterke negative fordelingsvirkninger.

Pengepolitikken kan ikke og skal ikke styre prisutviklingen i boligmarkedet eller andre formuesmarkeder, men en tillitvekkende pengepolitikk vil dempe formueseffektene fordi grunnlaget for "bobler" reduseres. Det beste bidraget pengepolitikken kan gi til innteks- og formuesfordelingen, er nominell stabilitet.

Samspelet i økonomisk politikk - pengepolitikkenes rolle

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 innteksoppgjørene 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. Oljefondet skjermer delvis fastlandsøkonomien fra virkningene av svingninger i oljeprisen. 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.

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. I dette tilfellet 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. Det er en fordel om finanspolitikken i tillegg kan brukes for å motvirke svingninger i etterspørsel og produksjon. Det har også vært en politisk vurdering at en motsyklisk finanspolitikk gir det beste grunnlaget for en god utvikling i fordelingen av inntekt og formue.

Dersom finanspolitikken brukes til å jevne ut svingningene i etterspørsel og produksjonen, vil den samtidig bidra til stabilitet i kronekursen og i næringslivets konkurransevilkår.

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.

Avslutning

La meg avslutte der jeg startet. Jeg vil trekke fram to forhold.

For det første: Pengepolitikkenes hovedoppgave er å bidra til nominell stabilitet. Det er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til god fordelingspolitikk, til sysselsettingen, til den økonomiske veksten og til velferden.

For det andre: Historien har vist at pengepolitikken kan ha slagkraft. Setter vi renten for lavt kan vi utløse sterke krefter i kredittmarkedet - slik vi jevnlig ser i andre land og slik vi har erfart i vårt eget land på midten av 1980-tallet. Hvis vi lar det utvikle seg ubalansert i den innenlandske økonomien, kan vi også utløse sterke kapitalbevegelser med store svingninger i valutakurs og langsiktige renter. Dette er sterke latente krefter som altfor lett glemmes.

Fotnoter:

¹ Se Rødseth (1987).

² Se Mussa (2000) og Stiglitz (2000) for to motsatte syn i dette spørsmålet.

³ Se Bernhardsen og Røisland (2000).

⁴ Se Akram (2000).

⁵ Inntekt fratrukket netto renteutgifter.

Referanser

Akram, Q. F. (2000): "PPP despite real shocks: An empirical analysis of the Norwegian real exchange rate". Arbeidsnotat 2000/7, Norges Bank, Oslo.

Bernhardsen, Tom og Øistein Røisland (2000): "Hvilke faktorer påvirker kronekursen", *Penger og Kreditt* nr 3 2000.

Mussa M. (2000): "Monetary Policy to Resist Excessive Depreciation", i Bisignano, J.R., Hunter, W.C. og Kaufman G.G. (red) "Global Financial Crises: Lessons From Recent Events", Bank for International Settlements and Federal Reserve Bank of Chicago, Kluwer Academic Publishers

Rødseth, Asbjørn (1987): "Stabiliseringspolitikk på godt og vondt", i *Full sysselsetting og økonomisk vekst? Festskrift til Eivind Erichsen*, Tano forlag.

Stiglitz, J.E. (2000): "Lessons from the Global Financial Crises", i Bisignano, J.R., Hunter, W.C. og Kaufman G.G. (red) "Global Financial Crises: Lessons From Recent Events", Bank for International Settlements and Federal Reserve Bank of Chicago, Kluwer Academic Publishers