

Kronekursens rolle ved inflasjonsstyring

Foredrag ved direktør for avdeling for pengepolitikk, Ole Christian Bech-Moen, på Samfunnsøkonomenes valutaseminar, 2. februar 2023.



Direktør for avdeling for pengepolitikk Ole Christian Bech-Moen holdt foredrag på Samfunnsøkonomenes valutaseminar. Foto: Nils Aasheim/Norges Bank

Det tas forbehold om endringer under fremføringen.

Felles for perioder med prisstabilitet er at økonomien har hatt et fast nominelt anker. Det nominelle ankeret er nå lav og stabil inflasjon over tid. Fleksibilitet i inflasjonsstyringen betyr at vi i møte med ulike forstyrrelser kan fremme flere hensyn, som høy og stabil produksjon og sysselsetting samt motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Pengepolitikken er nå rettet inn mot å få ned inflasjonen slik at den nærmer seg målet på noe sikt. Det er den flytende kronekursen som gjør det mulig for oss, i noen grad, å velge vår egen vei.

Innledning

Da jeg deltok på valutaseminaret for ett år siden, bemerket jeg at konsumprisveksten hadde økt kraftig i Norge og mange andre land. Bakteppet var pandemirelaterte flaskehalser på tilbudssiden som gikk sammen med høy etterspørsel. Kort tid etter valutaseminaret ble freden i Europa brutt med Russlands invasjon av Ukraina.

Det førte til høye energipriser, sterk prisoppgang på matvarer og etter hvert en bred oppgang i prisene på varer og tjenester. Samtidig har arbeidsmarkedene i mange land holdt seg stramme – også her hjemme. I Norge har både importert prisvekst og innenlandske forhold bidratt til å trekke inflasjonen opp til de høyeste nivåene på over 30 år.

Sentralbankenes viktigste oppgave er å sikre prisstabilitet. Vedvarende høy inflasjon er kostbart for samfunnet, blant annet fordi det fører til usikkerhet om pengenes verdi og gjør økonomisk planlegging vanskelig. Gjennom fjoråret var takten i renteøkningene høy i Norge og andre land for å stagge den sterke økningen i inflasjonen og redusere risikoen for at inflasjonen fester seg på et høyt nivå. Vår egen sentralbanklov og bestemmelse for pengepolitikken fastslår at Norges Bank skal opprettholde en stabil pengeverdi i form av lav og stabil inflasjon. Pengepolitikken skal være framoverskuende og fleksibel slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting og til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Norges Banks oppgave er å sette en rente som veier de ulike hensynene mot hverandre. I dag skal jeg ta et steg tilbake, og drøfte hvilken betydning kronekursen har i vårt pengepolitiske regime.^[1] For å få frem betydningen av kronekursen, vil jeg sammenligne inflasjonsstyring og flytende valutakurs med et regime der vi alternativt sikter mot stabilisering av kronekursen.

En flytende krone gjør at vi kan føre en selvstendig pengepolitikk

En krone som flyter fritt, gjør at vi kan styre mot et inflasjonsmål og ta flere hensyn som er bestemt av norske myndigheter. Med mål om fast valutakurs kobler vi oss i stedet på den pengepolitiske innretningen som følger av mål som er satt i utlandet. Å binde oss til masten ved å koble seg på et pengepolitisk regime ute, kan være et mål i seg selv. Men en slik binding vil ha stor betydning for hvor godt innrettet pengepolitikken vil være i forhold til den økonomiske situasjonen i Norge. Det gjelder særlig i møte med forstyrrelser som treffer land ulikt (asymmetriske forstyrrelser), men også dersom våre pengepolitiske mål og avveininger avviker fra utlandet. Med de forstyrrelsene som har truffet økonomien nå, vil vi med et mål om fast valutakurs måtte følge rentene ute og de avveininger mellom inflasjon og andre hensyn som gjøres der.

Trilemmaet i internasjonal finans sier at man bare kan oppnå to av følgende tre mål: frie kapitalbevegelser, fast valutakurs og uavhengig pengepolitikk. De fleste land har for lengst valgt frie kapitalbevegelser. Da blir valget i praksis mellom fast valutakurs og uavhengig pengepolitikk. Det følger derfor av dette trilemmaet at med frie kapitalbevegelser og en fast valutakurs, kan vi ikke ha en selvstendig pengepolitikk. Det skyldes at med frie kapitalbevegelser kan forskjeller i risikjustert avkastning mellom land sette i gang sterke kapitalstrømmer over landegrensene. En fast valutakurs tvinger frem en lik risikjustert avkastning. I praksis innebærer det at rentene her hjemme må følge rentene i de viktigste landene i verdensøkonomien.

Når økonomien utsettes for ulike forstyrrelser, tilsier stabilisering av valutakursen i tillegg at lønns- og prisnivået må tilpasse seg slik at konkurranseevnen er i tråd med langsiktige sammenhenger. Når lønninger og priser øker mindre hjemme enn ute, bedres vår konkurranseevne. Over tid vil da lønninger og priser her hjemme måtte øke for å vende tilbake på den langsiktige sammenheng. Hvis konkurranseevnen forblir varig sterk, kan det oppstå spekulasjoner om valutakursen vil revalueres. Situasjonen kan være enda mer krevende når konkurranseevnen er svak. Da er det behov for fall i lønninger og priser hjemme relativt til utlandet. Hvis det ikke lykkes, kan valutakursen komme under press ved at det oppstår spekulasjonsangrep i valutamarkedene. Siden sentralbanker gjerne har en begrenset beholdning av utenlandsk valuta for å støtte valutakursen, må den økonomiske politikken legges om for å presse ned lønns- og prisnivået og/eller myndighetene må la valutakursen svekke seg. Når valutakursen tillates å svekke seg, dempes behovet for tilpasning av innenlandske lønninger og priser. Da blir valutakursen en del av tilpasningen mot en stabil konkurranseevne. Både under fast og flytende valutakurs er lønns- og prisdannelsen viktig for tilpasningen, men jeg vil ikke gå nærmere inn på disse sammenhengene i dag.

Resultater fra forskningslitteraturen^[2] basert på data for flere land bekrefter at tilpasningen under fleksibel valutakurs og fast valutakurs er forskjellig. Inspirert av faglitteraturen vil jeg ta utgangspunkt i teorien om kjøpekraftsparitet for å forklare dette.

I sin enkleste form sier teorien at en kurv av konsumgoder skal koste det samme på tvers av land når prisen uttrykkes i en felles valuta. Dette lysarket viser definisjonen av realkursen. «q» gir her uttrykk for realvalutakursen. Den avhenger av den nominelle kursen og relative priser ute og hjemme. «v» uttrykker hvor mange kroner vi må betale for en dollar eller en kurv av andre valutaer. Når «q» øker, er det uttrykk for realvalutakursen svekker seg. Det betyr at en varekurv nå koster mer ute enn hjemme. Når «q» faller, vil realvalutakursen styrke seg. Det betyr at en varekurv nå koster mindre ute enn hjemme. Empiri viser at realvalutakursen har en tendens til å vende tilbake til et nivå som er bestemt av langsiktige strukturelle forhold («q*»). Et velkjent eksempel som tar utgangspunkt i disse sammenhengene, er «Bic Mac»-indeksen til tidsskriftet «The Economist». Den måler den relative prisen på en burger på tvers av land.

Når «q*» er lik 1, får vi det som kalles absolutt kjøpekraftsparitet i litteraturen. Da koster burgeren det samme, målt i samme valuta. Det er imidlertid mer realistisk å legge til grunn at det er det relative forholdet mellom prisene ute og hjemme, uttrykt i felles valuta, som bestemmes av strukturelle forhold.^[3] Det skyldes at reguleringer, handelshindringer, preferanser og forskjeller i varekurver, gjør at prisene ikke vil utjevnes helt. Det betyr at «q*» kan avvike fra 1. Burgeren kan da være varig billigere i et land i forhold til et annet.

Forskningen viser videre at når realvalutakursen avviker fra sitt langsiktige nivå, vil tilbakevendingen skje ved at prisene hjemme tilpasser seg til prisene ute under et regime med fast nominell valutakurs. Ved inflasjonsstyring og

fleksible kurser, skjer tilbakevendingen ved at den nominelle valutakursen tilpasser seg.

I resten av foredraget vil jeg bruke realvalutakurs og konkurranseevne litt om hverandre. Realvalutakursen, slik jeg her har målt den, er likevel bare en av flere måter å måle konkurranseevnen på. Et annet mål som gir et mer direkte uttrykk for den kostnadmessige konkurranseevnen til norsk industri, er relative timelønnskostnader i felles valuta.

Historisk tilbakeblikk på økonomisk tilpasning under faste og flytende kurser

Vi kan gjenfinne mekanismene skissert ovenfor i noen eksempler jeg har sett på fra vår økonomiske historie. Denne figuren viser bilaterale valutakurser mot Storbritannia, Danmark, Sverige og USA, som lenge har vært viktige handelspartnere.

Mitt første eksempel er de tidligere årene etter etableringen av Norges Bank i 1816. Da ville myndighetene oppnå prisstabilitet ved å binde oss til andre land gjennom sølvstandarden med vår egen valuta. Hyperinflasjon i årene før, da Danmark-Norge deltok i Napoleonskrigen, viste hvor viktig det var med orden i pengesystemet. Myndighetene besluttet at den nye valutaen, speciedaleren, skulle festes til sølv til pari kurs, men myndighetene brukte lang tid på å innfri løftet. Valutakursen var i utgangspunktet for svak. Det må ses i lys av at prisnivået var for høyt. Innløsning til pari kurs ville ført til en tilstramming i likviditeten og press på sølvbeholdningen. Det illustrerer en viktig tilpasningsmekanisme under fastkursregimet. Prisenivået måtte først ned. Løftet om pari kurs til sølv ble innfridd i 1842 og fast valutakurs holdt seg i fram til første verdenskrig

Det hører med til historien at Norge gikk over til gullstandard og innførte kronen som myntenhet i 1874. Vi inngikk da i et internasjonalt fastkurssystem basert på gull.

Mitt andre eksempel begynner med første verdenskrig. Gjennom første verdenskrig og begynnelsen av 1920-tallet fikk vi en kraftig svekkelse av kronekursen og fall i verdien av kronen i forhold til gull. Bakteppet var en sterk vekst i pengetilførselen fra myndighetene, høy prisvekst og manglende tillit i valutamarkedene. Kronekursen svekket seg fram til midten av 1920-tallet, før den igjen svingte tilbake etter at valutamarkedene fikk troen på at Norges Bank, med Nicolai Rygg i spissen, skulle klare å gjeninnføre gullstandarden til pariteten som gjaldt før første verdenskrig. Da gjaldt det for aktører i valutamarkedet å investere i norske kroner igjen. Paritet ble oppnådd i 1928 etter flere år med deflasjon. Fastkurssystemet med binding til gull varte likevel bare til neste økonomiske krise på begynnelsen av 1930-tallet. Da ble gullstandarden en tvangstrøye for muligheten til å stabilisere den økonomiske utviklingen. Disse årene illustrerer igjen en viktig utfordring med et fastkursregime. Det kan være krevende å avveie ulike hensyn.

Et tredje historiske eksempel er årene etter at gullstandarden ble oppgitt, som i år er 50 år siden, og fram til begynnelsen av 1990-tallet. Bretton Woods-systemet hadde da brutt sammen etter at inflasjonen økte i USA og forutsetningene for stabilitet i forhold til gull ikke lenger var til stede. Valutakursene mellom viktige land i verdensøkonomien ble da enten justert mange ganger eller de var flytende. I Norge hadde vi mange devalueringer utover 1970- og 1980-tallet for å bedre konkurranseevnen, men det hjalp ikke når også andre land gjorde dette. Devalueringene bidro til lønns- og prisspiraler. I 1986 ønsket norske myndigheter å bryte denne spiralen og gjeninnføre prisstabilitet. Etter en siste devaluering valgte myndighetene å forsvare den nye verdien av kronen i de påfølgende årene. Norges Bank brukte renten for å nå dette målet, og måtte holde renten høy til tross for økonomisk tilbakeslag og bankkrise på slutten av 1980-tallet. Økte renter i det gjenforente Tyskland bidro. Den sterke bindingen til fastkurspolitikken førte altså til en høy rente i en situasjon med økonomisk tilbakeslag, men inflasjonen kom ned.

Etter et sammenbrudd i det europeiske fastkurssystemet i 1992 forlot også Norge fastkurssystemet og gikk etter noen år over til inflasjonsstyring.

I den historiske gjennomgangen indikerte jeg hva som skjedde med prisene. La oss se litt nærmere på det. Denne figuren viser inflasjonen målt som et glidende 10-årssnitt over den samme tidsperioden. Figuren viser at prisene var relativt stabile fra litt ut på 1800-tallet og fram til første verdenskrig.^[4] Det må ses på bakgrunn av stabile valutakurser og stabile priser ute. I gjennomsnitt var den årlige veksten i prisene i Norge rundt null prosent fram til første verdenskrig.

Svingningene i inflasjonen var betydelige fra første til andre verdenskrig både i Norge og andre land. Men svingningene var ekstra store i Norge. Det kan skyldes sammenbrudd i pengevesenet og den markante kronesvekkelsen som vi så i forrige figur, etterfulgt av deflasjonspolitikken på 1920-tallet for å styrke kronekursen.

Etter krigen førte bindingen til fastkurspolitikken under Bretton Woods kombinert med en forholdsvis stabil inflasjon i USA til en stabil inflasjon også i Norge, helt til systemet som nevnt brøt sammen. På 1970- og 1980-tallet fikk vi på nytt store svingninger i inflasjonen.

Fra begynnelsen av 1990-tallet har inflasjonen vært lav og uvanlig stabil. Vektlegging av inflasjonsstyring i mange land har trolig bidratt i tillegg til gunstige strukturelle forhold i økonomien. Kronekursen har ofte fungert som en støtpute som har dempet virkningen av økonomiske forstyrrelser. Et eksempel er oljeprisfallet som rammet norsk økonomi i 2014. Da førte Norges Bank en mer ekspansiv pengepolitikk og valutakursen svekket seg. En kontrafaktisk analyse gjennomført av forfattere fra Norges Bank viser at en fast valutakurs ville forsterket tilbakeslaget.^[5]

Historien viser etter mitt syn at det ikke har vært avgjørende at valutakursen er flytende for å oppnå prisstabilitet. Vi har flere perioder med fast valutakurs som har fungert godt så lenge den økonomiske politikken for øvrig har vært rettet

inn mot nominell stabilitet. Men det er trolig bare under fleksibel inflasjonsstyring og flytende valutakurs at vi i pengepolitikken kan fremme hensyn som er spesifikke for Norge.

Modelløvelse viser betydningen av en selvstendig pengepolitikk

Jeg vil nå vise en modelløvelse som illustrerer dette. For å få fram valutakursens betydning, vil jeg sammenligne utviklingen i økonomien under ulike pengepolitiske regimer. Vi legger til grunn en uventet renteøkning hos våre handelspartnere. Det kan reflektere et skift i avveiningene mellom ulike hensyn i pengepolitikken ute eller ses på som et asymmetrisk sjokk, siden det bare treffer utlandet.

Jeg tar utgangspunkt i en såkalt ny-keynesiansk strukturell modell (DSGE-modell) som er tallfestet for norsk økonomi.^[6] En forutsetning i modellen er at realvalutakursen er fast på lang sikt. I praksis kan det langsiktige nivået endre seg over tid. Utbygging av en petroleumsnæring og innføring av petroleumsinntekter er viktigste årsak til en reell styrking av den norske kronen overfor mange land de siste 50 årene, en utvikling som trolig bremset opp med oljeprisfallet i 2014. For vår øvelse er det likevel en rimelig forutsetning å holde realvalutakursen fast på lang sikt siden den ikke avhenger av pengepolitikken.

I modellen er aktørene i valutamarkedet framoverskuende og foretar investeringer basert på forventede rentedifferanser, såkalt udekket renteparitet. Når valutakursen flyter fritt, vil økte renteforventninger ute i forhold til her hjemme føre til en svekkelse av valutakursen. Det motsatte skjer når renteforventningene ute faller. Ved et fastkursregime må renten hjemme hele tiden følge renten i utlandet.

I denne figuren ser jeg på virkningene under mer eller mindre fleksibel inflasjonsstyring. Med en mer fleksibel politikk legger sentralbanken relativt stor vekt på å stabilisere produksjonen. Med en mindre fleksibel politikk legger den relativt stor vekt på å stabilisere inflasjonen. Når rentene ute øker, vil det bli mer attraktivt å veksle om norske kroner til utenlandske valutaer. Det svekker kronekursen og bidrar til høyere inflasjon. Samtidig reduseres etterspørselen etter norske varer fra utlandet på grunn av svakere økonomisk utvikling som følge av renteøkningen som har skjedd der. Det bidrar til lavere produksjon.

I begge tilfeller vil sentralbanken i modellen øke renten for å dempe inflasjonen. I tilfellet med en mer fleksibel inflasjonsstyring, øker styringsrenten lite. Da holder inflasjonen seg høy i lengre tid. Med en mindre fleksibel inflasjonsstyring øker styringsrenten mer. Det demper oppgangen i inflasjonen, og gir en kraftigere nedgang i produksjonen. Men også med en mindre fleksibel inflasjonsstyring svekkes kronen. Det skyldes at også i dette tilfellet vil rentene øke mindre enn i utlandet. Rentedifferansen mot utlandet faller altså i begge tilfellene i modellen. Kronekursen svekkes permanent.

Ved fastkurspolitikk følger rentene i modellen utlandet en-for-en slik at kronekursen ikke svekker seg. Produksjonen faller betydelig, og mer enn under

inflasjonsstyring. Det fører til et fall i prisene. Denne figuren illustrerer at utviklingen i realvalutakursen domineres av den nominelle valutakursen og at begge svekker seg under inflasjonsstyring. Under fastkurspolitikk vil realvalutakursen styrke seg i en periode på grunn av den lavere prisveksten ute som følge av renteøkningen. Selv om konkurranseevnen målt ved realvalutakursen er mer stabil under en fast valutakurs, kommer det på bekostning av større variasjon i produksjon og inflasjon i dette tilfellet.

Til nå har jeg sett på et sjokk som bare oppstår i utlandet. Ved sjokk som treffer land på samme måte, vil utviklingen i produksjon, priser og valutakurs avhenge av hvilke avveieringer den enkelte sentralbank gjør i modellen. Det er stort rom for ulik grad av fleksibilitet i inflasjonsstyringen i denne modellen.

Modellen representerer en sterk forenkling av virkeligheten. I modellen er valutakursen drevet av udekket renteparitet og forutsetning om at relativ kjøpekraftsparitet gjelder på lang sikt. I virkeligheten har vi naturlig nok ingen garanti for at valutakursen reagerer så systematisk som i modellen. Rommet for fleksibilitet i pengepolitikken i en liten åpen økonomi som den norske, kan derfor være mindre enn i modellen.

Avslutning

Felles for perioder med prisstabilitet er at økonomien har hatt et fast nominelt anker. Det nominelle ankeret er nå lav og stabil inflasjon over tid. Fleksibilitet i inflasjonsstyringen betyr at vi i møte med ulike forstyrrelser kan fremme flere hensyn, som høy og stabil produksjon og sysselsetting samt motvirke oppbygging av finansielle ubalanser i henhold til vårt mandat.

For å vende tilbake til dagens økonomiske situasjon, er inflasjonen nå for høy. Som vist i vår forrige pengepolitiske rapport, er pengepolitikken rettet inn mot å få ned inflasjonen slik at den nærmer seg målet på noe sikt. Det er den flytende kronkursen som gjør det mulig for oss, i noen grad, å velge vår egen vei.

Takk for oppmerksomheten!

Fotnoter

[1] Foredraget bygger videre på Ida Wolden Baches foredrag om hvem som bestemmer renten i Norge, fra Samfunnsøkonomenes valutaseminar i 2018.

[2] [Eichenbaum, M. S., Johanssen, B. K. og S. T. Rebelo \(2021\): "Monetary Policy and the Predictability of Nominal Exchange Rates", *Review of Economic Studies*, 88, s. 192-228.](#)

[3] [Taylor, A. M. og M. P. Taylor \(2004\): "The Purchasing Power Parity Debate", *Journal of Economic Perspectives*, 18, 135-15.](#)

[4] For mer omtale av prishistorien, se Qvigstad, J. F. (2005): "500 years of price history: Price stability is the norm. What distinguishes the abnormal?", Norges Bank Staff Memo 7/2005.

[5] Eitrheim, Ø., Kravik, E. og Y. Mimir (2020): "Monetary policy in Norway – A counterfactual view of the 2000s", fra Norges Bank Occasional Papers No. 56 (Eitrheim og Qvigstad, redaktører)

[6] Galí, J. og T. Monacelli (2005): "Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy", *Review of Economic Studies*, 72, 707-734.