

Rentens rolle i økonomien

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Berge, Aon Grieg Investors, Zürich, 19. oktober 2003

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet 17. september samt på tidligere foredrag og publikasjoner.

Renten er en størrelse som berører de fleste av oss, hva enten vi er investorer eller låntakere. Og selv om vi verken skulle ha gjeld eller fordringer, vil vi indirekte bli påvirket gjennom rentens virkninger på den økonomien vi lever i.

I kveld vil jeg derfor ta opp enkelte forhold knyttet til renten og til pengepolitikken. Jeg vil diskutere rentens ulike roller i økonomien fra en mer teoretisk vinkel og jeg vil se på hvordan renten har beveget seg de siste 130 år og om vi kan lære noe av det. Videre skal jeg komme inn på hva som styrer renten i Norge, og avslutningsvis drøfte noen utfordringer for pengepolitikken som en står overfor i en rekke land.

Renten har flere funksjoner i en økonomi

Mange økonomiske beslutninger innebærer en avveining mellom forbruk i dag og forbruk i morgen. Et eksempel på dette er husholdningenes spare- og lånebeslutninger. For de fleste varierer inntekten fra arbeid over livsløpet. Inntekten er lav når vi er unge, deretter stiger den, før den faller bort når vi når pensjonsalderen. Mange tar opp lån tidlig i livet, nedbetaler lånet og bygger opp en positiv nettoformue som middelaldrende, før de tærer på kapitalen mot slutten av livet. Slik oppnås et jevnere forbruk gjennom livet enn den årlige inntektsstrømmen tilsier. En bedrifts investeringsvalg er også et valg mellom forbruk i dag og i morgen. Eierne kan prioritere forbruk i dag ved å ta ut utbytte, eller de kan investere overskuddet i bedriften og slik legge grunnlag for et større overskudd senere. De som stiller midler til rådighet for andre, ved å spare, utsetter eget forbruk. Dette kreves det kompensasjon for, både fordi vi mennesker er utålmodige, og fordi det er en viss sannsynlighet for at vi ikke vil oppleve morgendagen. Renten gir en slik kompensasjon. Ønsker man å framskynde forbruk eller lånefinansiere investeringer, er renten kostnadene vi må betale for å gjøre dette. Renten er derfor en sentral størrelse for våre valg mellom forbruk i dag og i morgen.

Renten uttrykker grunnleggende sett det forholdet penger eller varer i dag kan byttes mot penger eller varer på et framtidig tidspunkt

Renten er også prisen på penger. Vi kan velge å holde det vi sparer i form av kontanter eller på lønnskontoen. Kostnaden er tap av den avkastningen alternative plasseringer ville gitt. Bankinnskudd og obligasjoner er eksempler på plasseringer som gir en sikker avkastning - en renteinntekt. Velger vi å holde penger mister vi denne renteinntekten. Men i motsetning til obligasjoner kan penger brukes direkte for kjøp av varer og tjenester. Renten er derfor også prisen vi må betale for å ha en likvid beholdning.

Renten brukes også som et virkemiddel i den økonomiske politikken. Det er gjerne overlatt til sentralbanken å sette renten for å nå et mål for pengepolitikken, ofte prisstabilitet eller lav og stabil inflasjon. Sentralbanken fastsetter en helt kortsiktig nominell rente. I Norge er dette renten på bankenes dagsinnskudd i Norges Bank, foliorenten. Denne renten er bestemmende for de helt korte rentene i pengemarkedet med løpetider fra en dag og oppover, normalt frem til tidspunktet for Norges Banks neste rentemøte. Renter med lengre løpetid blir bestemt av forventninger om Norges Banks fremtidige virkemiddelbruk, og av hvorvidt det er tillit til pengepolitikken. Det er realrenten, altså nominell rente fratrukket forventet inflasjon, som har betydning for beslutninger om sparing og investeringer.

Renten påvirker prisveksten indirekte via etterspørselen etter varer og tjenester innenlands og ved å påvirke kronekursen. Når renten går ned, blir det mindre lønnsomt å spare for husholdningene, og de vil derfor i større grad konsumere nå heller enn å vente til senere. Tilsvarende vil det bli mindre kostbart å låne og dermed økes også investeringene. I neste omgang bidrar høyere etterspørsel til å styrke veksten i priser og lønninger. Lavere rente gjør det mindre attraktivt å plassere i norske kroner og for norske bedrifter og husholdninger å ta opp lån i andre valutaer. Normalt vil derfor en lavere rente føre til mindre kapitalinngang og en svakere krone. Det gjør importerte varer dyrere. I tillegg øker en svakere krone aktiviteten, lønnsomheten og lønnsnivået i konkurranseutsatt næringsliv.

Likevektsrenten og den nøytrale renten er nært beslektede begreper.

Den nøytrale renten er den renten som innenfor en konjunktursykel i seg selv verken gir økt eller redusert pris- og kostnadsvekst i økonomien. En vurdering av hvorvidt rentesettingen er ekspansiv eller kontraktiv, innebærer en sammenlikning av kortsiktige markedsrenter mot den nøytrale renten. En realrente i intervallet 3 - 4 prosent blir ofte betraktet som nøytral i økonomier som den norske. Vi kommer nærmere tilbake til tallfestingen av dette nivået.

På lengre sikt har nivået på renten betydning for kapitalakkumulasjonen i økonomien og for potensialet for økonomisk vekst. Likevektsrenten er den renten som sørger for at kapitalakkumulasjonen i samfunnet svarer til sparebeslutningene i økonomien. Det gir et produksjonspotensial som over tid tilfredsstillende aktørens etterspørsel uten at det blir prestendenser i økonomien.

Likevektsrenten er bestemt av langsiktige fenomener knyttet til økonomiens struktur, mens den nøytrale renten er definert ut fra sin virkning på presset i økonomien og dermed på inflasjonen. På lang sikt vil den nøytrale renten tilsvare den langsiktige likevektsrenten i økonomien.

Den langsiktige likevektsrente blir bestemt av grunnleggende strukturelle forhold i økonomien, slik som konsumentenes utålmodighet og av økonomiens vekstrate. Økt befolkningsvekst innebærer at en større arbeidsstyrke må utstyres med realkapital. Realinvesteringene og sparingen må øke. En høyere befolkningsvekst vil derfor forde en høyere likevektsrente. Jo høyere produktivitetsveksten er, jo større er den framtidige gevinsten av dagens investeringer. Dette gir også grunnlag for en høyere likevektsrente.

Den langsiktige likevektsrenten kan ikke over tid avvike for mye mellom land. Med liberaliserte kapitalmarkeder vil kapitalen trekke mot de land der avkastningen er størst.

Store renteforskjeller landene i mellom gir dermed opphav til bevegelser i valutakursen og vil ikke være forenlig med en langsiktig likevekt. Vi kan således tale om en global likevektsrente som tilnærmet vil gjelde for åpne økonomier, men kanskje med et tillegg, i form av en nasjonal risikopremie.

Renten har altså flere oppgaver i økonomien, og det bør ikke bli for stort spenn mellom disse. Renten skal på kort og mellomlang sikt bidra til stabil inflasjon og stabil utvikling i produksjonen. Samtidig skal den på lang sikt også bidra til likevekt i markedet for realkapital. Kapitalakkumulasjonen skal over tid samsvare med sparebeslutningene. Da er det nødvendig at realrenten over tid ikke avviker vesentlig fra avkastningen på realkapitalen. Store avvik kan gi opphav til uønskede svingninger i markedene for realkapital, uten basis i grunnleggende økonomiske forhold.

Konjunktorene varierer over tid. Pengepolitikken vil vekselvis sette en rente som ligger over og under den nøytrale renten. Over tid vil derfor trolig ikke rentenivået avvike mye fra den langsiktige likevektsrenten. Ved å gå gradvis frem i rentesettingen vil en i tillegg kunne vurdere hvorvidt ubalanser oppstår i kapitalmarkedene.

Et tilbakeblikk på historisk renteutvikling

På lang sikt vil likevektsrealrenten være bestemt av underliggende strukturelle forhold i økonomien. Disse forholdene vil trolig bare endres gradvis slik at endringene i nominelle renter hovedsakelig vil gjenspeile endringer i forventet inflasjon. På kort sikt vil imidlertid realrenten variere, ikke minst fordi pengepolitikken søker å påvirke realrenten på kort og mellomlang sikt. Endringer i nominelle renter vil derfor kunne avspeile både endringer i realrenter og i inflasjonsforventninger.

De nominelle rentene var relativt stabile helt fra 1800-tallet og fram til 1950-tallet¹. Tidvis sterk variasjon i inflasjonen gav store variasjoner i realrenten fra et år til et annet, slik vi måler den i ettertid.

Gullstandarden satte rammene for pengepolitikken på slutten av 1800-tallet og fram til 1929². Under gullstandarden fastsatte sentralbanken prisforholdet mellom den nasjonale valutaen og gull. Sentralbankene måtte ha et lager av gull som kunne brukes til å stabilisere gullprisen, ved aktivt kjøp og salg av gull i markedet.

Pengemengden og inflasjonen i et land blir da avhengig av tilbudet av gull på verdensmarkedet. Når to eller flere valutaer er knyttet til gullet i et fast prisforhold, vil disse valutaene også få et fast prisforhold til hverandre. Som i andre systemer med faste valutakurser begrenset det de enkelte lands muligheter til å bruke renten som et virkemiddel for å stabilisere realøkonomien.

I mellomkrigstiden var nominelle renter relativt høye. Det kan i hovedsak tilskrives paripolitikken i mange land. Flere land, deriblant Norge, tok da sikte på å styrke den nasjonale valutaens verdi overfor gull, slik at gullpariteten som gjaldt før første verdenskrig skulle bli gjenopprettet.

De nominelle rentene økte markert i perioden 1950 - 1985. Dette reflekterte tiltagende inflasjon i denne perioden. Etter 1985 har de nominelle rentene igjen falt tilbake, og de er omtrent på samme nivå som i mellomkrigstiden. Samtidig synes de kortsiktige variasjonene i nominelle renter å ha økt. Det kan ha sammenheng med at sentralbankene mer aktivt har brukt rentepolitikken for å bekjempe inflasjonen.

Ser vi på prisveksten siden 1870 er det slående at utviklingen er ganske sammenfallende mellom land. Det er ikke et nytt trekk som har inntruffet samtidig med den globalisering av markedene som vi har sett i de senere år.

Det kan se ut til at inflasjonen er særlig lav i perioder der pengepolitikken har et klart definert nominelt anker. Fram til første verdenskrig innebar gullstandarden et slikt nominelt anker som gav en direkte sammenheng mellom tilbudet av gull og inflasjonen. Når det ble funnet gull, falt prisen på gull. For å opprettholde det faste prisforholdet mellom egen valuta og gull som sentralbanken hadde forpliktet seg til, måtte sentralbanken kjøpe gull som ble betalt med den nasjonale valutaen. Da økte tilbudet av penger, noe som bidro til inflasjon. I perioder uten nye gullfunn tenderte prisene til å være stabile eller falle. Tendensen til prisfall ble forsterket i perioder med god økonomisk vekst. Økonomisk vekst innebærer økt omsetning. Dersom det ikke lages nye penger i samsvar med dette, må prisene falle.

Etter 1945 innebar Bretton-Woods systemet at en rekke lands valutaer var knyttet til den amerikanske dollaren, som igjen var knyttet til gull, fram til 1971. Det innebar at amerikansk pengepolitikk, og nivå på nominelle renter, fungerte som nominelt anker og i stor grad styrte rente og inflasjonsutviklingen i verden.

Inflasjonen har vært særlig høy i krigstid. 1970 og 1980-tallet var preget av ganske høy inflasjon i etterkant av sammenbruddet i Bretton Woods-avtalen, oljeprissjokkene og motkonjunkturpolitikken. Fra slutten av 1980-tallet har inflasjonsmål for pengepolitikken fungert som et troverdig nominelt anker i en rekke land. Dette har bidratt til fallende inflasjonstakt.

For å beregne historiske realrenter trengs et anslag på forventet inflasjon. Det er vanlig å benytte tall for den faktiske inflasjonen. Forventningene om fremtidig inflasjon kan tenkes å avvike fra den faktiske inflasjonen, særlig i de perioder sistnevnte varierer sterkt.

Fra 1870 til i dag kan forløpet for realrenten internasjonalt grovt sett deles 5 perioder. I perioden 1870 - 1896 ligger realrenten i området 4 - 5 prosent, noe som kan sees i sammenheng med at prisveksten fluktuerte rundt null. I denne perioden ble det ikke gjort nye gullfunn av betydning, samtidig som det generelt var god vekst i økonomien.

Realrenten falt til om lag 1 - 3 prosent i perioden 1897 -1913, noe som gjenspeiler at prisveksten i denne perioden tok seg noe opp. I denne perioden ble det igjen gjort nye gullfunn. På 1800-tallet og fram til 1. verdenskrig bidro gullstandarden og prissvingninger i landbruket til at inflasjon og deflasjon avløste hverandre.

I mellomkrigsperioden, 1918 - 1940, var realrentene ganske høye, tidvis godt over 5 prosent. Dette hang dels sammen med at paripolitikken med gjenopprettelse av gullstandarden førte til høye nominelle renter i flere land.

Tiden etter annen verdenskrig kan deles i to perioder. Etterkrigstiden fram til sammenbruddet av Bretton-Woods-avtalen i 1971 var karakterisert av usedvanlig lave realrenter, i området 0 - 2 prosent. Realrenten var lav til tross for at perioden var preget av høy avkastning i aksjemarkedet, høy vekst i produksjonen og i beholdningen av realkapital. Ifølge vanlig teori for økonomisk vekst, skulle dette gå sammen med høy realrente. Her var det heller slik at den lave realrenten på kort sikt stimulerte til høy investeringsaktivitet og vekst. Men dette bidro nok til de spenninger som tvang frem markerte endringer i den økonomiske politikken på 70- og 80-tallet, internasjonalt og i Norge.

Perioden på 1970-tallet og langt inn på 1980-tallet var i Norge dels preget av negativ realrente. I ettertid kan vi reise spørsmål om renten ble holdt for lavt i forhold til et langsiktig likevektsnivå. Perioden var særmerket av store svingninger i norsk økonomi med høy og variabel inflasjon. De store svingningene hang sammen med at norsk økonomi manglet et nominelt ankerfeste. Omfattende bruk av kredittreguleringer holdt de nominelle rentene lave. Med lavrentepolitikk og devalueringer festet inflasjonen seg. De nominelle rentene ble holdt nede selv om prisstigningen og verdien av skattefradraget for renteutgifter steg. De store svingningene kulminerte med lånefesten midt på 1980-tallet. Den ble etterfulgt av en dyp lavkonjunktur og stor arbeidsledighet i slutten av 1980-årene.

Fra midten av 1980-tallet, under og etter kredittboblen, ble det erkjent at den økonomiske politikken måtte legges vesentlig om, og at de problemene inflasjonen skapte måtte tas på alvor. Valutakursen ble valgt som det nominelle ankeret. Realrenten steg etter hvert og var relativt høy fram til midten av 1990-tallet blant annet som følge av den stramme pengepolitikken som ble ført for å redusere inflasjonen. Realrenten har falt markert fra begynnelsen av 1990-tallet.

Verken den nøytrale renten eller likevektsrenten er størrelser som kan observeres. Økonomisk teori kan bidra med innsikt i hva som bestemmer likevektsrenten, men forsøk på å tallfeste likevektsrenten med utgangspunkt i teori, gir et bredt intervall for et mulig nivå. Tallfestingen er heller ikke uproblematisk, ettersom det må gis anslag på uobserverte størrelser som for eksempel konsumentenes utålmodighet. Et anslag på likevektsrenten i industrialiserte land presentert i Penger og Kreditt 2/00³, gir et intervall på 3 - 9 prosent. Særlig den øvre grensen virker urimelig, blant annet i forhold til observerte realrenter.

Et alternativ er å benytte historiske gjennomsnittsrenter ut fra en antagelse om at faktiske realrenter vil variere rundt likevektsrenten. Det er også problemer knyttet til denne metoden. Blant annet vil hver historiske periode være preget av spesielle forhold. I lange perioder har for eksempel kredittrasjonering påvirket rentedanningen. I tillegg har både befolknings- og produktivitetsveksten variert over tid.

For hele perioden 1870 - 2003 har gjennomsnittet av langsiktige realrenter i Norge ligget nær snittet i Storbritannia og USA: Norge 2,2 prosent, Storbritannia 2,0 prosent og USA 2,8 prosent. I denne perioden har økonomien endret seg mye. Gjennomsnitt for hele denne perioden sier oss derfor trolig lite om hva som er en langsiktig likevektsrente i dag.

For å kunne si noe om realrenten i dag er lav eller høy kan det derfor være mer meningsfullt å se på en "representativ" periode der strukturen i økonomien ligner mer på dagens struktur. Mest nærliggende er da å se på en periode i nær tid, for eksempel de siste 10 - 15

årene. I denne perioden har markedene blant annet vært deregulerte. For Norge vil det videre være naturlig å se på perioden etter 1994. I perioden 1994 - 2002 er gjennomsnittlig realrente for Norge 4,2 prosent, Storbritannia 4,7 prosent og for USA 3,4 prosent. Siden 1994 har den langsiktige realrenten i Norge variert mellom 3 og 6 prosent, høyest i begynnelsen av perioden og lavest i årene 1997 - 2001. Både norsk og internasjonal økonomi er nå inne i en periode der realrentene er lave. Det lave rentenivået må ses i lys av muligheten for vedvarende lav inflasjon både i Norge og i andre land. Men realrenten er langt fra så lav som da inflasjonen i Norge var høy på 1970- og 80-tallet.

Ulike pengepolitiske regimer

Så lenge det har eksistert kapitalmarkeder har renten hatt en sentral rolle i å skape likevekt i og mellom de ulike markedene. Rentens rolle som et pengepolitisk virkemiddel for å påvirke inflasjonen er derimot av nyere dato.

Med Lov om pengevesenet av 4. juli 1873 ble gullstandarden innført i Norge som grunnlag for det norske penge- og valutasystemet. Gullstandarden ble i Norge i hovedsak videreført helt fram til dens internasjonale sammenbrudd i 1929, da norske kroner ble knyttet til britiske pund.

Fram til midten av 1980-årene var fokus i pengepolitikken for det første å stabilisere valutakursen ved hjelp av intervensjoner og ved reguleringer av internasjonale kapitalbevegelser. For det andre ble kredittutviklingen styrt med utlånsreguleringer. Renten ble først og fremst brukt for å tilgodese enkelte sektorer med billig kreditt. Om lag tilsvarende utvikling finner vi i mange andre land.

Mye av endringene i pengepolitikken internasjonalt de siste 25 år kan sees som svar på problemene med stagflasjon på 1970-tallet og på finansielle innovasjoner og dereguleringen av finansmarkedene på 1980-tallet. Myndighetene i mange land har etter hvert i økende grad satt fokus på prisstabilitet som det langsiktige målet for pengepolitikken. Renten er det viktigste virkemiddelet. Sentralbanken vil sette den nominelle renten (styringsrenten) med det siktemål at faktisk fremtidig inflasjon skal bli lik inflasjonsmålet. I den grad det er tillit til pengepolitikken vil forventet inflasjon ligge fast på inflasjonsmålet. Endringer i nominelle renter vil i så fall slå fullt ut i realrentene. Dette gjør pengepolitikken mer effektiv.

Endringene i Norges Banks pengepolitikk de siste 25 år er i grove trekk på linje med utviklingen internasjonalt. I Norge ble renten fra 1986 brukt for å stabilisere valutakursen. Kapitalreguleringene virket ikke lenger og ble opphevet. Hendelser i internasjonale finansmarkeder i siste halvdel av 90-årene gav grobunn for større fluktasjoner i valutakursen og demonstrerte at valutakursen ikke kan finstyres. Høye oljeinntekter, glidning i budsjettpolitikken og forventninger om økt bruk av oljeinntekter bidro til at signalene fra rentepolitikken tilbake til lønnsdannelsen og til budsjettpolitikken ble borte. Valutakursen var etter hvert ikke lenger tilstrekkelig skikket som nominelt anker.

Regjeringen fastsatte nye retningslinjer for pengepolitikken i mars 2001. Nåværende system i Norge med fleksibel inflasjonsstyring og et mål om en vekst i konsumprisene over tid på 2 ½ prosent skiller seg ikke ut fra systemet i en rekke andre land det er naturlig å sammenlikne oss med.

Større vekt på inflasjonsstyring har særmerket OECD-landene gjennom 1990-årene. Dette har hatt stor betydning for de største kapitalmarkedene i verdensøkonomien. Disse finner vi i EU, USA og Japan. Kapitalmarkedene utenfor disse hovedområdene er små. Men også i flere av de såkalte "emerging markets", eller fremvoksende markeder, skjer det endringer i de pengepolitiske regimer. En viktig tendens er at færre land har et valutapolitisk regime der de fritt på eget initiativ kan endre vekslingsforholdet til andre valutaer, såkalte "crawling pegs". Flere fremvoksende markeder har i stedet valgt inflasjonsstyring: Det gjelder blant andre Israel, Chile, Brasil, Colombia, Korea, Thailand, Mexico og Sør-Afrika. Andre land har valgt å holde fast på et system med helt faste valutakurser, som Kina og Hong Kong og de baltiske land.

Det operative målet som Regjeringen har fastsatt for pengepolitikken i Norge, er en inflasjon som over tid er nær 2,5 prosent. Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for sine valg om sparing, investeringer, budsjetter og lønn. Inflasjonsmålet gir også en ramme for hvordan pengepolitikken kan bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Dette formålet kommer også til uttrykk i forskriften for pengepolitikken. Hvis etterspørselen etter varer og tjenester er høy og det er mangel på arbeidskraft, vil det normalt være utsikter til høyere inflasjon. Når renten settes opp reduseres etterspørselen, og inflasjonen holdes nede. Hvis etterspørselen er liten og arbeidsledigheten øker, vil det være utsikter til lavere inflasjon. Da settes renten ned. En slik pengepolitikk vil også normalt bidra til å stabilisere produksjonen og sysselsettingen.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Inflasjonen i dag gir derfor ikke tilstrekkelig informasjon om hva renten bør være nå. Våre analyser tyder på at en vesentlig del av virkningene av en renteendring kommer innen to år.

Hyppe og store renteendringer kan holde inflasjonen stramt på plass, men det vil samtidig gi store svingninger i produksjon og sysselsetting. Dette kan vi kalle et strengt inflasjonsmål. Vi kunne teoretisk sett også valgt å stabilisere produksjonen uten å ta hensyn til svingningene i inflasjonen. Det kan vi kalle et strengt produksjonsmål. I Norge har vi, som i en rekke andre land, valgt en middelvei. Renten endres mer gradvis med mindre utslag i produksjonen, og prisstigningen tillates å avvike fra målet over noe lengre tid enn under et strengt inflasjonsmål. Dette kalles fleksibel inflasjonsstyring⁴. En horisont på et par år i rentesettingen vil også bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. To år er derfor normalt et rimelig tidsperspektiv for å nå inflasjonsmålet.

Det viktigste virkemidlet i pengepolitikken er renten på bankenes dagsinnskudd (foliorenten) i Norges Bank. De korte markedsrentene vil følge endringer i Norges Banks foliorente. Den kortsiktige nominelle renten i Norge er nå svært lav historisk sett.

Med svekket press i økonomien og utsikter til en prisvekst under målet på 2 års sikt, har Norges Bank i løpet av det siste året redusert styringsrenten i flere omganger. Rentenedsettelsene siden desember i fjor skyldes at utsiktene for inflasjonen endret seg. Det skjedde som følge av svakere konjunkturer i verdensøkonomien og kraftig nedgang i internasjonale renter. I tillegg har næringslivet i Norge tydelig merket virkningene av det høye norske kostnadsnivået og den sterke kronkursen. Også offentlige virksomheter har måttet tilpasse aktiviteten etter fjorårets lønnsoppgjør. De svake utsiktene ute og hjemme

har i neste omgang påvirket det norske arbeidsmarkedet og utsiktene for lønns- og prisutviklingen i årene framover.

Rentesenkningene i sommer har blitt gjennomført i større trinn enn hva som har vært vanlig. Rentereduksjonene har vært viktig for å motvirke at inflasjonsforventningene fester seg på et for lavt nivå. Rentereduksjonene, som også har brakt realrentene ned på et historisk lavt nivå, vil samtidig bidra til at veksten i økonomien tar seg opp.

Sammenhengen mellom kortsiktige og langsiktige renter Renter med lang løpetid kan sees som en sekvens av forventede kortsiktige renter på ulike framtidige tidspunkt. Endringer i forventninger til Norges Banks pengepolitikk noe fram i tid kan derfor påvirke renter med løpetid utover 1 - 2 måneder. Norges Banks mandat for pengepolitikken er godt kjent i markedet. Når aktørene i det økonomiske liv også forstår Norges Banks reaksjonsmønster på begivenheter i økonomien, vil markedets forventninger om renten endres som følge av nyheter om økonomien og i mindre grad som følge av Norges Banks rentebeslutninger i seg selv.

Norges Bank reduserte foliorenten på rentemøtet 17. september i år. De korte rentene endret seg lite ettersom rentebeslutningen var ventet i markedet.

Samtidig skiftet bankens risikovurdering for framtidig inflasjon. På rentemøtet i august hadde banken uttrykt at det med en rente på 3 prosent var mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli lavere enn 2½ prosent enn at den ville bli høyere. Etter møtet 17. september uttalte banken at det med en rente på 2 ½ prosent anses som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2½ prosent som at den blir lavere. Forventningene til kortsiktige renter noe lenger fram i tid gikk litt opp, trolig som følge av Norges Banks endrede vurdering av risikoen for framtidig inflasjon. Dette framsto som ny informasjon for markedsdeltakerne. Avkastningskurven ble dermed litt brattere etter rentemøtet.

Markedets forventninger om kortsiktig rente i framtiden kan uttrykkes med terminrentene. Renteforventningene for de nærmeste årene avhenger i stor grad av konjunkturutsiktene og av markedets forventninger til pengepolitikken. På lang sikt, opp mot 10 år, har aktørene i markedet neppe spesielle forventninger om konjunkturbevegelsene. Da kan terminrenten tolkes som summen av forventet realrente og forventet inflasjon når økonomien er i likevekt.

Uten begrensninger på kapitalbevegelsene må vi vente at realrenten over tid utvikler seg omtrent likt mellom land. Hvis risikopremiene mellom land heller ikke er systematisk forskjellig, vil forskjeller i terminrenter kunne tolkes som forskjeller i inflasjonsforventninger mellom land.

I euroområdet er inflasjonsmålet under, men nær 2 prosent. Dette gir en inflasjonsforskjell på 1/2 - 1 prosentpoeng mot Norge. En investor må dermed ha ½ - 1 prosentpoeng høyere rente i Norge enn i Tyskland for å oppnå samme forventede realavkastning i de to landene. Etter innføringen av inflasjonsmålet lå differansen mellom tyske og norske terminrenter lenge på om lag 1 prosentpoeng. Hittil i 2003 har denne differansen vært noe lavere. Denne renteforskjellen tyder på at det er tillit til at vi skal nå inflasjonsmålet.

Dette resonnementet kan også snus. Gitt stabile inflasjonsforventninger på 2 ½ prosent, dvs at pengepolitikken er troverdig, kan anslaget på forventet likevektsrealrente avledes fra den langsiktige terminrenten. På om lag 10 års sikt venter aktørene i markedet en kortsiktig nominell rente i Norge på om lag 5 ¼ prosent. Med forventet inflasjon som svarer til inflasjonsmålet på 2 ½ prosent, kan vi anslå markedets forventede realrente på lang sikt til om lag 3 ¼ prosent. Dette er omtrent det samme nivået de langsiktige realrentene lå på i perioden 1997 - 2002, men høyere enn det riktig lange historiske snittet fra 1870 til 2003.

Tendenser til prisfall i flere land

Inflasjonen har kommet ned i en rekke land. Dette indikerer at omleggingen av pengepolitikken internasjonalt med større fokus på prisveksten har virket. Men andre faktorer har også spilt inn. Finanspolitikken brukes i mindre grad i konjunkturreguleringen. Det er gjennomført strukturelle reformer for å bedre vekstpotensialet i økonomien. Finansmarkedene er liberalisert og både finans-, tjeneste- og produktmarkedene er globalisert.

Deflasjon, altså et vedvarende fall i det generelle prisnivået, har kommet tilbake som tema i den økonomiske debatten de siste par årene. Det har naturlig nok sammenheng med at konsumprisene faller i en rekke land i Asia, og at prisveksten er svært lav i mange land. Deflasjon kan være destabiliserende. Dersom aktørene forventer at prisene vil fortsette å falle, kan realrenten bli høy, ettersom nominell rente ikke kan komme lavere enn null. Dermed kan husholdninger og bedrifter finne det lønnsomt å øke sparingen i påvente av prisfall, noe som gir ytterligere fall i etterspørselen. Den reelle gjeldsbyrde øker som følge av prisfallet. Det demper etterspørselen. Deflasjon går ofte sammen med fall i formuespriser. Det reduserer bankenes sikkerheter for lån, og kan redusere bankenes samlede utlån.

Deflasjon kan spres mellom land. Selv om det ikke er deflasjon i Norge ser vi at økt import fra lavkostnadsland demper prisveksten i Norge. Inflasjonen i Norge er nå lav. Det er først og fremst utviklingen i de importerte konsumvarene som har trukket ned veksten i konsumprisene justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE). Den lave prisveksten henger sammen med at kronen styrket seg gjennom fjoråret og at prisveksten i utlandet er lav. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har også avtatt. Dette gjelder spesielt prisene på norskproduserte varer påvirket av verdensmarkedsprisene.

Fallet i prisstigningen internasjonalt har medført at de pengepolitiske styringsrentene er lave i de største landene. Pengepolitikken er dessuten blitt markert lettere i USA og euroområdet i løpet av de siste årene som følge av det økonomiske tilbakeslaget. Norsk pengepolitikk må tilpasses en omverden som preges av usedvanlig lave renter.

Sentralbanken i USA uttrykte på sitt siste møte at risikobildet for den økonomiske veksten i tiden fremover er ganske balansert. Risikoen for et uheldig, ytterligere fall i inflasjonen ansees derimot større enn risikoen for at inflasjonen vil ta seg opp fra sitt allerede lave nivå. Dette er den vesentligste bekymring for pengepolitikken fremover. Dermed kan pengepolitikken i USA forbli ekspansiv i en ganske lang periode framover.

I Japan har forventninger om fortsatt prisfall bidratt til å holde realrenten oppe til tross for lave nominelle renter. I Japan har den pengepolitiske renten vært nær null siden slutten av

2001. Dette begrenser sentralbankens mulighet til å stimulere etterspørselen. I de senere år har derfor såkalte "utradisjonelle" pengepolitiske virkemidler blitt diskutert, som å tilføre betydelig likviditet gjennom kjøp av ulike typer verdipapirer, inklusive langsiktige papirer i markedet. Den japanske sentralbanken har i en vid utstrekning kjøpt langsiktige statsobligasjoner og siden sist sommer også såkalte asset-backed securities (verdipapirer med tilleggssikkerhet utstedt av private institusjoner).

Hvordan forholde seg til finansielle bobler

Et annet tema som diskuteres internasjonalt er hvordan pengepolitikken skal forholde seg til finansielle bobler. Skal en forsøke å hindre boblen i å vokse frem, eller nøye seg med å komme inn i ettertid når boblen har sprukket og da gjøre det beste ut av situasjonen? Og hva er egentlig mulig?

Finansiell stabilitet blir ofte definert som fravær av finansiell ustabilitet. De som opplevde bankkrisen på 1990-tallet, har en klar oppfatning av hva det er. Kjennetegn på finansiell ustabilitet kan være store svingninger i priser på formuesobjekter som boliger, næringsseiendom og verdipapirer eller svikt i funksjonsmåten til finansinstitusjoner ("run" på banker) eller finansmarkeder. Finansiell ustabilitet forstyrrer kredittilgangen eller pengeflyten. Dette kan få konsekvenser for produksjon, sysselsetting og for prisstigningen. Stabilitet i den finansielle sektoren bidrar derfor til prisstabilitet.

Parallelt med utviklingen mot lavere inflasjon siden midten av 1980-tallet har formuespriser variert mer og finansielle kriser blitt hyppigere. På kort sikt kan det oppstå konflikt mellom det å nå inflasjonsmålet og finansiell stabilitet. I Japan økte aksjekurser og prisene på eiendom svært kraftig på 1980-tallet, mens inflasjonen var lav. I USA økte gjelden til husholdninger og bedrifter relativt kraftig og aksjekursene ble tredoblet mellom 1994 og 1999. Inflasjonen var moderat. Dette har reist en diskusjon om pengepolitikken i større grad også må ta hensyn til finansiell stabilitet.

Lav rente og lav inflasjon kan bidra til vekst i formuespriser og gjeldsoppbygging (finansielle bobler) via flere kanaler. Med tillit til inflasjonsmålet kan inflasjonen bli mindre påvirket av endringer i konjunktorene. Økt internasjonal konkurranse med import fra lavprisland kan holde prisveksten nede selv om det er høykonjunktur innenlands. God produktivtetsvekst bidrar til lav inflasjon, men også til høy inntjening. Bankene vil da ha lave tap og kan øke utlånene. Investeringer finansiert ved lån kan drive prisene for eiendommer og boliger i været.

Når boblene brister, enten i boligmarkedet eller for verdipapirer, reduseres formuespriser og mange vil ønske å bygge ned gjeld. Det reduserer etterspørselen og kan lede til prisfall. Deflasjonen i Japan har klar sammenheng med den eiendoms- og aksjeboblen som brast tidlig på 1990-tallet.

Oppbyggingen av finansielle bobler kan medføre at finansiell sektor blir mer sårbare overfor eventuelle forstyrrelser i økonomien på et senere tidspunkt. Kraftig vekst i formuespriser og gjeldsoppbygging kan være en risiko for den økonomiske stabiliteten. For å dempe denne risikoen vil det i enkelte situasjoner være riktig å bruke noe lenger tid enn den normale tidshorisonten på to år for å nå inflasjonsmålet. Dette forutsetter at det er tillit hos aktørene

i finansmarkedene til at inflasjonen over tid vil være lav og stabil. Norges Bank har sagt at om det skulle være aktuelt å avvike fra det normale reaksjonsmønsteret ut fra hensynet til finansiell stabilitet vil vi gjøre rede for det.

Avsluttende merknader

Vi er nå i en situasjon med lave renter internasjonalt og i Norge. Det gjelder både de nominelle rentene og realrentene. Rentene avviker fra hva vi har vært vant med tidligere, og realrentene er lavere enn det intervall som analytiske forsøk på å anslå den teoretiske likevektsrenten normalt har endt opp med.

At realrentene er lave i mange land er i stor grad et resultat av en bevisst politikk for å motvirke det internasjonale tilbakeslaget vi har hatt de siste årene. Lave realrenter vil på kort sikt stimulere til økt vekst og bidra til å unngå deflasjon. Men det kan ligge en fare i å holde renten lav lenge. Det kan stimulere til fremvekst av bobler i markedene både for finanskapital og realkapital. Lavinflasjonsbobler representerer en utfordring for pengepolitikken. Normalt ville en vente at pengepolitikken gradvis ville bli strammet til etter hvert som den økonomiske veksten og inflasjonen kom opp mot mer normale nivåer, og at det igjen ville bli bedre samsvar mellom de faktiske renter og den mer teoretiske likevektsrenten. Det er neppe nå grunn til å vente annet i denne konjunktursyklusen heller, men en kan selvsagt stille spørsmålet om denne likevektsrenten fortsatt ligger i det området hvor vi har vært vant til å tro at den ligger.

Ser en på enkeltland, kan det i for eksempel USA argumenteres for at likevektsrenten på bakgrunn av økt produktivitsvekst og fortsatt relativt høy befolkningsvekst burde vært høyere enn før. I store deler av Europa står vi derimot trolig foran nedgang i folketallet og produktiviteten vokser heller dårligere enn før, noe som kunne tale for at likevektsrenten ble lavere.

Dessuten, når det er en global likevektsrente det er tale om, da må vel utviklingen i Kina og andre fremvoksende markeder også spille inn? Det gjør den nok, men slik som finans- og realkapital er fordelt i verden, er det nok grunn til å tro at den globale likevektsrenten i stor grad er påvirket av forholdene i USA, EU og Japan.

Sett fra en meget liten, men meget åpen økonomi som vår, er det iallfall klart at likevektsrenter og avkastningskrav ikke gjenspeiler spesifikke norske forhold, men er noe som kommer utenfra og som vi må tilpasse oss så godt som mulig.

Fotnoter

1 Kilde er Bordo, M.D og Jonung, L. (1987) "The long run behaviour of the velocity of circulation", Cambridge University Press og Norges Bank

2 J.D. Sachs, F. Larrain (1993) Macroeconomics In The Global Economy

3 Hammerstrøm, G. og Lønning, "Kan vi tallfeste den nøytrale renten?" Penger og Kreditt 2/2000

4 Svensson, L.E.O (September 2002), "Monetary Policy and Real Stabilization", Princeton University