

# Litt om pengepolitikkenes rolle og virkninger

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Innledning for Ekspertutvalget som vurderer utfordringene for konkurranseutsatt sektor, Oslo, 16. januar 2003

*Det tas forbehold om endringer under fremføringen*

*Innledningen bygger blant annet på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i Hovedstyret 11. desember og tidligere foredrag.*

## Innledning

Pengepolitikkenes viktigste oppgave er å sørge for nominell stabilitet.

På 1970-tallet og 1980-tallet var det store svingninger i norsk økonomi. Den økonomiske utviklingen ble preget av høy og variabel inflasjon. Inflasjonen tiltok gradvis, og det tok lang tid før den kom ned.

De store svingningene hang sammen med at norsk økonomi manglet et nominelt ankerfeste. Med lavrentepolitikk og devalueringer festet inflasjonen seg. De nominelle rentene ble holdt nede selv om prisstigningen og verdien av skattefradraget for renteutgifter steg. Hyppige devalueringer fra 1976 kunne ikke i lengden hindre at industrien ble svekket. De ble tvert imot selvforsterkende. 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. Tap av konkurransevne på grunn av høy lønnsvekst skulle ikke lenger rettes opp ved hjelp av devalueringer. Ubalanse i arbeidsmarkedet måtte i stedet motvirkes ved motkonjunkturpolitikk. Det ble lagt vesentlig vekt på betydningen av lønnsdannelsen for sysselsettingsutviklingen. Det var først da lønnsveksten kom ned under nivået hos handelspartnerne at arbeidsledigheten slapp taket og industrien fikk framgang. Fastkurspolitikken ble altså ikke etablert for å styrke konkurranseutsatt næringsliv. Den var tvert imot et *brudd* på en linje hvor pengepolitikk og "kurspolitikk" hadde vært rettet mot å ta vare på disse sektorene. Fast valutakurs var et avledet mål for å oppnå lav og stabil inflasjon.

Valutakursen holdt seg stabil fram til høsten 1996. Dette skyldes blant annet at lønnsveksten var lav og samlet etterspørsel ikke bidro til press i økonomien. Etter hvert begynte kronen å svinge mer. Erfaringen fra siste halvdel av 1990-årene viste at pengepolitikken ikke kan finstyre valutakursen. Utviklingen i de internasjonale finansmarkedene ga grobunn for større fluktasjoner. Og mer grunnleggende - utviklingen i valutakursen ga ikke lenger signaler tilbake til lønnsdannelsen og til budsjettpolitikken når presset i arbeidsmarkedet tiltok, og inntektspolitikken sviktet. De høye oljeinntektene, glidningen i budsjettpolitikken og forventninger om økt bruk av oljeinntekter bidro til dette. Valutakursen var derfor ikke lenger tilstrekkelig skikket som nominelt anker.

Innføringen av nye retningslinjer for den økonomiske politikken i mars 2001 og praktiseringen av budsjettpolitikken har endret samspillet i den økonomiske politikken.

Tidligere skulle veksten i offentlige utgifter reduseres eller andre finanspolitiske tiltak gjennomføres dersom arbeidsmarkedet var stramt og lønnsveksten høy. Med dagens retningslinjer er det pengepolitikken som først og fremst strammes til i en tilsvarende situasjon. Veksten i lønnskostnadene er viktig når Norges Bank vurderer utsiktene for prisveksten og setter renten. For høy lønnsvekst - både i industrien og andre næringer - vil ramme det konkurranseutsatte næringslivet på to måter. For det første vil høy lønnsvekst i seg selv svekke inntjeningen og sysselsettingen. For det andre vil renten settes opp. Normalt vil det føre til at kronen styrker seg, slik at inntjeningen og sysselsettingen svekkes ytterligere. Industrien vil derfor merke utslagene av for høy lønnsvekst enda sterkere enn før. Siden de nye retningslinjene om økt bruk av oljepenger ble innført i en periode med stramt arbeidsmarked lå det i kortene at vi tidvis ville få en sterk krone.

Men det er samtidig viktig å være oppmerksom på at lav lønnsvekst vil gavne det konkurranseutsatte næringslivet dobbelt opp. Med like lav lønnsvekst som blant annet inntektspolitikken bidro til på midten av 1990-tallet og annet like, måtte trolig renten settes slik at kronen falt i verdi for å få prisstigningen opp i 2,5 prosent.

### Hvordan virker pengepolitikken

Pengepolitikken påvirker økonomien gjennom flere kanaler. La oss ta en stilisert gjennomgang av hva som skjer dersom sentralbanken setter opp styringsrenten. På kort og mellomlang sikt gir dette en økning i realrenten. Normalt vil også valutakursen styrkes.

Prisene på importerte goder utgjør en viktig del av konsumprisindeksen (KPI). En kronestyrking reduserer prisene på importerte varer målt i norske kroner. Dette kalles ofte den direkte valutakurskanalen til inflasjon.

Økningen i realrentene reduserer konsum- og investeringsetterspørselen. Dette er "realrentekanalene til samlet etterspørsel".

Med en sterkere kurs blir hjemmeproduerte varer og tjenester relativt dyrere enn konkurrerende utenlandske produkter. Etterspørselen etter hjemmeproduerte varer dempes. Dette er "valutakurskanalen til samlet etterspørsel".

Reduksjonen i samlet etterspørsel vil i neste omgang gi en reduksjon i prisveksten. Dette er "etterspørselskanalen til inflasjon".

Både pris- og lønnsveksten påvirkes av endringer i forventet inflasjon. Enkelte bedrifter setter prisene for flere perioder. I lønnsdannelsen vil forventede prisendringer stå sentralt i beregningen av forventede fremtidige reallønninger. Med en troverdig pengepolitikk vil forventningene om framtidig inflasjon dempes når renten settes opp. Endrede forventninger vil i seg selv bidra til å dempe den framtidige prisveksten. Forventingskanalen forsterker dermed effekten av pengepolitikken.

Tiden det tar før en renteendring får virkning på inflasjon og etterspørsel vil variere. I løpet av den perioden renteendringen påvirker produksjon og inflasjon - og gjerne før pengepolitikken får effekt - vil økonomien bli påvirket av en rekke direkte og indirekte forstyrrelser. Vi kan derfor ikke finstyre inflasjonen.

I vår åpne økonomi er valutakursen én av flere kanaler pengepolitikken virker gjennom. Hvor mye valutakursen styrker seg ved en økning i styringsrentene avhenger av flere faktorer. Styrken til valutakurskanalen kan derfor variere over tid. Jo mer kronen styrker seg som følge av en renteoppgang, jo mindre må styringsrenten økes for å få ned inflasjonen når det er riktig å stramme til.

Nivået på realvalutakursen har betydning for aktiviteten i næringslivet. Valutakurskanalen og effekten av kronekursen på innenlandsk aktivitet og inflasjon tar vi hensyn til når vi utarbeider våre inflasjonsanslag. Valutakursen har på denne måten betydning for rentesettingen. Det ligger ikke til grunn en bestemt oppfatning om hva som er et riktig *nivå* på valutakursen på lang sikt for den løpende pengepolitikken, og selvsagt heller ikke en bestemt oppfatning om hva som er riktig næringsstruktur på lang sikt. Det er i samsvar med at lav og stabil inflasjon er det operative målet og med hvordan inflasjonsstyring gjennomføres i andre land. Denne praksisen er også i tråd med anbefalinger i den faglige litteraturen.

Det er en tendens til at land som eksporterer mye råvarer får store svingninger i sin valutakurs. Australia er et eksempel. Svingninger i råvareprisene fører til endringer i landenes bytteforhold, som måler forholdet mellom eksport- og importprisene. Svingningene i bytteforholdet slår ut i valutakursen. Det demper virkningene av endringer i råvareprisene på lønnsomheten i næringslivet. Valutakursen virker dermed som en buffer mot endringer i bytteforholdet. I Norge demper oljefondsmekanismen og retningslinjene for finanspolitikken virkningen av endringer i oljeprisen på valutakursen.

Vi har likevel tidligere gitt uttrykk for at vi måtte være forberedt på svingninger i verdien av vår valuta som er mer på linje med de svingningene vi har sett i andre land. Valutakursen vil variere. Valutakursen vil også kunne virke som en automatisk stabilisator. I perioder med for høy aktivitet i økonomien - eller forventning om for høy aktivitet - vil valutakursen kunne styrke seg - selv uten at Norges Bank endrer styringsrentene. Tilsvarende vil valutakursen kunne svekke seg dersom aktiviteten er for lav.

På lang sikt bestemmer pengepolitikken det gjennomsnittlige nivået på inflasjonen. Over tid har derfor også pengepolitikken vesentlig innflytelse over den nominelle valutakursen. Produksjonen bestemmes av tilgangen på arbeidskraft, kapital og teknologi. Arbeidsledigheten vil blant annet avhenge av arbeidsmarkedspolitikken, strukturpolitikken og institusjonelle forhold i arbeidsmarkedet.

Næringsstrukturen - eller størrelsesforholdet mellom konkurranseutsatt og skjermet sektor - bestemmes av to faktorer i sammenheng. For det første vil næringsstrukturen påvirkes av utviklingen av produksjonsteknologien i de to sektorene. For det andre vil næringsstrukturen påvirkes av hvordan økningen i etterspørsel fordeles mellom sektorene. Bruken av oljeinntekter vil være av vesentlig betydning. Pengepolitikk vil over tid ikke påvirke næringsstrukturen.

Sammenhengen mellom inflasjon og ledighet på lang sikt framstilles gjerne som en vertikal kurve. Det vil si at vi ikke kan velge lavere ledighet ved å tillate en høyere inflasjon.

Forsøk på å oppnå lavere ledighet ved å tillate høyere inflasjon fører økonomien lett opp i en situasjon med tiltakende lønns- og prisvekst. Det er ikke opprettholdbart. De realøkonomiske kostnadene ved å bringe en høy og tiltakende inflasjonen under kontroll er store. Ledigheten vil midlertidig måtte øke. Etter hvert som andelen langtidsledige øker, er det en fare for at sammenhengen mellom lønnsvekst og arbeidsledighet endres. Det kan medføre et høyere ledighetsnivå på lang sikt. Arbeidstilbudet vil reduseres hvis ledigheten fører til økt utstøtning via trygdeordninger. Vi har erfaring med høy inflasjon på 1970- og 80-tallet. Denne perioden var også preget av store svingninger i produksjon og sysselsetting, og en ganske lang periode i etterkant med høy arbeidsledighet.

For lav inflasjon har også realøkonomiske kostnader. For å få en best mulig utnyttelse av ressursene, må relative priser endres i takt med endrede produksjonsforhold og preferanser. Noe inflasjon vil sikre at relative priser smidig kan endres uten store realøkonomiske kostnader. På 1990-tallet vokste norsk økonomi sterkt, det var stor omstilling og vesentlige endringer i relative lønninger og inntekter, samtidig som inflasjonen var lav og stabil og i gjennomsnitt knapt 2 ½ prosent. Hjulene får nok smøring når den operative pengepolitikken rettes inn mot et inflasjonsmål på 2 ½ prosent. Deflasjon kan forsterke nedgangsperioder. Med deflasjon vil ikke lenger renten være et effektivt virkemiddel for å bringe økonomien ut av nedgangsperioden. Som utviklingen i Japan viser er heller ikke finanspolitiske virkemidler nødvendigvis virkningsfulle. Ledigheten kan forbli høy over en lengre periode.

Det beste bidraget pengepolitikken derfor kan gi til økonomien på lang sikt, er å sikre den et nominelt anker. Det er like viktig å unngå for lav inflasjon eller deflasjon som å unngå for høy inflasjon.

Pengepolitikken kan på kort sikt bidra til å jevne ut konjunktorene, altså svingningene i etterspørsel og sysselsetting. Er det tillit til det nominelle ankeret vil pengepolitikken være et mer effektivt virkemiddel i den kortsiktige stabiliseringspolitikken.

På kort sikt er det en avveining mellom variasjon i produksjon og sysselsetting og variasjon i inflasjonen rundt inflasjonsmålet.

Figuren illustrerer de beste mulige kombinasjoner av variasjonen i inflasjon og produksjonen som kan oppnås i økonomien. De tre punktene i figuren henspiller på ulike former for inflasjonsstyring.<sup>4</sup>

Det ville trolig vært mulig, med en svært sterk virkemiddelbruk, å tvinge inflasjonen tilbake til målet innenfor en tidsramme svært få kvartaler. Dette kalles ofte streng inflasjonsstyring. Pengepolitikken virker raskest gjennom valutakurskanalen. Streng inflasjonsstyring vil derfor ofte innebære en relativt stor appresiering av valutakursen slik at inflasjonen kan bringes ned ved fall i importert inflasjon.

Pengepolitikken bør ikke bidra til urimelig sterke svingninger i realøkonomien. Vi anlegger derfor et to-års perspektiv på å oppnå inflasjonsmålet. I praksis tillater vi derfor inflasjonen å variere på helt kort sikt.

En annen mulighet ville være bare å legge vekt på å minimere variasjonen i produksjonen eller ledighet. En slik politikk bedrer ikke vekstevnen i økonomien, men jevner ut svingningene. Dessuten vil dette medføre svært store variasjoner i inflasjonen siden økonomien dermed ikke har et nominelt anker. En slik politikk vil i praksis ikke være opprettholdbar fordi den ikke gir svar på hvordan pengepolitikken skal reagere på lønns- og kostnadsdrevet ledighet. Det vil være å legge erfaringene fra 1970- og 80-tallet til side.

Hvis aktørene i økonomien føler seg trygge på at inflasjonen blir lav og stabil, og tar hensyn til dette i sin adferd, vil inflasjonen raskere bevege seg mot målet. Da må renten justeres mindre hver gang inflasjonen skal bringes tilbake til målet. Det vil også gi en mer stabil utvikling i produksjon og sysselsetting.<sup>2</sup>

Utviklingen i finansmarkedene etter at inflasjonsmålet ble innført tyder på at det i disse markedene er tillit til at vi vil holde lav og stabil inflasjon. Dette er blant annet reflektert i rentedifferansen mellom Norge og Euroområdet på lengre sikt. Den er rundt ett prosentpoeng, noe som stemmer godt overens med forskjellen i målene for pengepolitikken. Tillit i finansmarkedene er en vesentlig styrke hvis det blir behov for å bruke pengepolitikken for å holde aktiviteten oppe. Dessuten legger det grunnlag for lavere rente over tid. Vi må ikke betale et ekstra risikotillegg fordi det er usikkerhet om inflasjonen. Det har derfor en vesentlig egenverdi at pengepolitikken ligger fast over tid.

Derimot tyder utfallet av fjorårets lønnsoppgjør og debatten som har fulgt, på at partene i *arbeidslivet* ennå ikke har internalisert det pengepolitiske reaksjonsmønsteret som følger av det mandatet som Regjering og Storting har fastsatt.<sup>3</sup>

### Utviklingen i kronekursen

Kronen har styrket seg betydelig siden sommeren 2000. Det kan være mange årsaker til denne utviklingen.

Sammenhengene i valutamarkedet er ustabile. Det er likevel en del grunnleggende krefter som påvirker kronekursen. Innfasingen av oljeinntekter og konjunktorene påvirker kursen. I tillegg har den reelle valutakursen en tendens til å vende tilbake hvis det oppstår store avvik over tid. Dessuten kan kronen påvirkes av om det skjer skift og endringer i måten lønninger dannes på, og kronekursen kan også påvirkes av forhold som ikke har så mye å gjøre med Norge isolert sett.

Mer bruk av oljeinntekter eller forventninger om mer bruk av oljeinntekter kan styrke kronen. Økt bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet innebærer økt etterspørsel. Kampen om realressurser vil da føre til at konkurranseutsatt næringsliv blir bygget ned slik at det blir rom for mer skjermet virksomhet. Med en lav og stabil inflasjon vil denne omstillingen kunne skje gjennom en sterkere kronekurs.

Slike kursbevegelser vil typisk skje i bølger. Når vi faser inn oljeinntektene vil det være en tendens til at realrenten blir høyere. Realvalutakursen kan styrke seg, det vil si en svekkelse av konkurranseevnen. På kort sikt kan realvalutakursen bevege seg mer enn det vil være behov for på lang sikt. Da blir det grunnlag for forventninger om at kronen vil svekke seg igjen senere, fordi høyere realrente sammen med forventninger om en svekkelse av kronen bidrar til at den forventede reelle avkastningen blir lik for kapital plassert i Norge og i utlandet.<sup>4</sup> I tillegg kan vi få ekstra bølger i valutakursen dersom aktørenes forventninger om bruken av oljeinntekter avviker fra det som blir realisert. Det er grunn til å tro at aktørene i valutamarkedet med dagens valutakurs allerede har tatt god høyde for at bruken av oljeinntekter skal øke.

Konjunkturforskjellen reflekteres i differansene mellom rentene i Norge og i Tyskland og USA. Det uvanlige nå er de ekstremt lave utenlandske rentene. Rentene i utlandet er satt kraftig ned for å motvirke en nedgangskonjunktur. Høy og økende rentedifferanse mot utlandet har trolig bidratt til kronestyrkingen. Ulikhetene i konjunktorene er trolig også reflektert i at lønnsveksten i Norge er mye høyere enn i andre land.

Etter vårt syn kan ikke den sterke kronekursen alene tilskrives at retningslinjene for finanspolitikken ble endret i mars 2001 ved å åpne for en moderat og jevn innfasing i bruken av oljeinntektene. Den sterke kronen har også sammenheng med at vi etter en lang oppgangsperiode har hatt et overopphetet arbeidsmarked med en særnorsk lønnsvekst<sup>5</sup>, samtidig som det har vært dårlige tider ute.

Resultater fra nyere empiriske analyser i Norges Bank tyder på at den positive og økende rentedifferansen er hovedårsaken til kronestyrkingen fra mai 2000 og fram til godt ut på høsten 2002. Samtidig har fallet i aksjekursene og redusert volatilitet i valutamarkedene bidratt til kronestyrkingen. Disse faktorene har bidratt fordi rentedifferansen har vært positiv. De forsterker dermed effekten av rentedifferansen. Økt oljepris kan også forklare en del av kronestyrkingen det siste året. Tidligere forskning<sup>6</sup> har vist at det er særlig ved når oljeprisen er under 14 \$ fatet eller høyere enn 20 \$ fatet at endringer i oljeprisen har betydning for kronekursen.

Et mål på realvalutakursen er konkurransekursindeksen i forhold til den relative prisutviklingen mellom Norge og handelspartnerne. Realvalutakursen har svingt rundt et langsiktig gjennomsnittsnivå over de siste 30 årene. Ved avvik fra det langsiktige gjennomsnittsnivået er det en tendens til at kronen vender tilbake relativt raskt.<sup>7</sup> Forskjeller i prisvekst mellom Norge og utlandet er etter hvert blitt utlignet av endringer i kronekursen. Dette har holdt seg selv om det har vært store endringer i den økonomiske politikken. Omlaggingen av den økonomiske politikken våren 2001, med handlingsregel for finanspolitikken og inflasjonsmål for pengepolitikken, kan likevel få betydning for hvor raskt utjevninger i prisene vil skje i årene framover.

Kjøpekraftsparitet kan illustreres med utviklingen i de siste 30 årene av den tyske markens levetid. I 1970 kostet en tysk mark om lag 2 kroner. I 1986/87 kostet den om lag 4 kroner. Kursen holdt seg forholdsvis stabil i årene etter. Motsvarende økte prisene i Norge om lag dobbelt så raskt i Norge som i Tyskland fra 1970 til 1986. Vi hadde derimot en stabil utvikling både i valutakursen og i prisene i forhold til Tyskland fra slutten av 1980-tallet og fram til tyske mark ble avvirket som valuta.

For halvannet år siden vedtok Regjering og Storting nye retningslinjer for den økonomiske politikken. Mandatet til Norges Bank har følgende ordlyd:

*"Pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, herunder også bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting."*

"Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal i samsvar med første ledd rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent"

Det første avsnittet framstår som et formål. Det siste avsnittet sier mer spesifikt hva Norges Bank skal gjøre. Den første setningen omtaler kronens verdi. Stabilitet i kronens nasjonale verdi betyr at inflasjonen skal være lav og stabil. Setningen sier også at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i kronens internasjonale verdi. Kronekursen svinger fra dag til dag, fra uke til uke og fra måned til måned. Vi har åpen handel med utlandet og frie kapitalbevegelser. Vi har ikke virkemidler til å finstyre kronekursen. Men når den operative gjennomføring av pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil inflasjon, vil det bidra til stabil kronekurs over tid (jevnfør figurene).

Ulik realøkonomisk utvikling mellom land kan likevel påvirke realvalutakursene. Sverige er et eksempel. Den økonomiske utviklingen i vårt naboland har vært temmelig svak de siste 30 årene. BNP har falt med 20 prosent i forhold til BNP i euroområdet. Samtidig har den reelle verdien av svenske kroner svekket seg med om lag 40 prosent mot de europeiske valutaene. Også den svake prisutviklingen på de varene Sverige eksporterer og svekkelsen av den svenske utenriksøkonomien har bidratt. Også i Norge kan utvikling i produktivitet og bytteforhold få betydning for realvalutakursen i årene framover. Det imidlertid viktig å være klar over at realvalutakursen virker som en automatisk stabilisator i slike tilfeller. Den svenske økonomien hadde lavere økonomisk vekst - svakere produktivitet utvikling - enn sine handelspartnere, noe som reduserte svenske bedrifters konkurransevne. Dette førte imidlertid til at valutakursen deprimerte, noe som dermed dempet effekten på konkurransevnen.

## Fotnoter

1. Jeg viser her til en nærmere drøfting i et foredrag Jarle Berge holdt på en konferanse i regi av Samfunnsøkonomisk Forening, Oslo, 5. september 2002, "[Pengepolitikk, konjunkturer og konkurransevne](#)".
2. Clarida, Richard, Jordi Galí og Mark Gertler (1999): "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", Journal of Economic Literature, Vol. 37, no.4, 1661-1707.
3. Jeg viser her til en nærmere drøfting i et foredrag jeg holdt på en konferanse i regi av Makt- og demokratiutredningen og FAFO, Oslo, 6. september 2002, "Sentralbankens oppgave".
4. Se Svensson, Lars E. O. et al. (2002): Norges Bank Watch 2002- An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway. Research Report 17/2002, Handelshøyskolen BI.
5. For en nærmere drøfting se internt notat i Forskningsavdelingen utarbeidet av Røisland og Sveen: PSG-Notat Nr. 7, 2002.
6. Akram, Qaisar Farooq (2000): [When does the oil price affect the Norwegian exchange rate?](#) Working Paper 2000/08, Norges Bank.

7. Akram, Qaisar Farooq (2002): [PPP in the medium run despite oil shocks: The case of Norway.](#) Working paper 2002/04, Norges Bank.