

Norsk pengepolitikk i eurotid

Sentralbanksjef Svein Gjedrem

Innlegg på en konferanse om ØMU og euro i regi av Europakommisjonen, Euro-Info Centre og NHO

Oslo, 30. oktober

Innledning

Norsk velferd og velstand bygger på den frie flyt av varer, tjenester, kapital og kunnskap. Rundt 80 prosent av vår utenrikshandel skjer med EU-land. Gjennom EØS-avtalen er Norge en del av det indre markedet. Norsk økonomi er vevd sammen med europeiske økonomier. Det har også avspeilet seg i norsk pengepolitikk i store deler av etterkrigstiden.

Pengepolitikkenes viktigste oppgave er å gi økonomien et nominelt ankerfeste. I løpet av etterkrigstiden har vi endret pengepolitikken flere ganger. I perioden fra 1972 til 1986 var pengepolitikken i liten grad rettet inn mot å dempe prisvirkningene av kostnadssjokk.

I denne perioden hadde vi høy og variabel inflasjon. Konsumprisene i Norge økte nær dobbelt så mye som i Tyskland. Samtidig ble kronens verdi målt mot tyske mark nesten halvert.

Fra 1986 til 1992 førte vi en fastkurspolitikk. Den faste kursen var da ankeret for inflasjonen i Norge. Forskjellen mellom norsk og tysk inflasjon ble kraftig redusert.

Fra 1986 til 1990 hadde vi fast kurs mot en handelsveid kurv av valutaer. I 1990 ble kronen knyttet til den europeiske valutaenheten ECU. Dette varte fram til desember 1992. Da førte internasjonal valutauro til at Norge og flere andre land måtte oppgi fastkurssystemet mot ECU. Pengepolitikken ble likevel rettet inn mot stabilitet i kronens verdi mot europeiske valutaer. ECU ble brukt som den sentrale referansen for europeiske valutaer. Euro overtok denne rollen da den ble innført 1. januar 1999.

Utviklingen fra årsskiftet 1996/97 viste imidlertid at valutakursen ikke lenger var godt egnet som operativt mål for pengepolitikken. Norges Bank la derfor økende vekt på lav og stabil inflasjon som en forutsetning for stabil kronekurs. Det beste bidraget pengepolitikken etter vårt skjønn kunne gi til stabilitet i kronekursen mot euro, var lav og stabil inflasjon på linje med inflasjonen i euroområdet. Pengepolitikken ble derfor rettet inn mot at inflasjonen over tid skulle være på linje med det Den europeiske sentralbanken sikter mot.

Retningslinjene for den økonomiske politikken i Norge

29. mars i år fastsatte Regjeringen nye retningslinjer for pengepolitikken. Pengepolitikken skal nå rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en vekst i konsumprisene på 2 ½ prosent. Samtidig ble det etablert en ny handlingsregel for finanspolitikken, som sier at staten årlig vil bruke den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet.

De nye retningslinjene for pengepolitikken førte ikke i seg selv til vesentlige endringer i gjennomføringen av pengepolitikken. Tallfesting av et mål for prisstigningen, i tråd med det som er vanlig internasjonalt, har gjort det lettere å forklare og å forstå norsk pengepolitikk.

Gjennomføringen av pengepolitikken

Pengepolitikken virker med et temmelig langt tidsetterslep. Våre analyser tyder på at en vesentlig del av virkningene av en renteendring vil komme innen to år. To år er derfor et rimelig tidsperspektiv for å nå målet om 2½ prosent inflasjon.

Virkningene av renteendringer er usikre. I tillegg kan det være vanskelig å bedømme den aktuelle situasjonen. Ulike indikatorer kan peke i forskjellige retninger. Økonomisk statistikk blir i hovedsak gjort tilgjengelig med et visst tidsetterslep. Dette taler for å gå skrittvis fram i rentesettingen. Vi vil da få ny kunnskap, og vi kan justere renten underveis.

Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir høyere enn 2½ prosent, vil renten bli økt. Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir lavere enn 2½ prosent, vil renten bli satt ned. Her er det symmetri. Det er like viktig å unngå for lav som for høy inflasjon.

Den økonomiske politikken i euroområdet

Da euroen ble innført 1. januar 1999 fikk elleve EU-land felles pengepolitikk. Hellas kom med som land nummer tolv fra 1. januar 2001. Eurolandene har til sammen litt over 300 millioner innbyggere og sto i fjor for om lag 16 prosent av den samlede verdiskapingen i verden [\[1\]](#). Målet for pengepolitikken i euroområdet er prisstabilitet. Den europeiske sentralbanken har definert prisstabilitet som en økning i den harmoniserte konsumprisindeksen (HICP) på mindre enn 2 prosent per år. Prosjektet fullføres i løpet av januar og februar 2002. Første januar blir sedler og mynt i euro innført. I en overgangsperiode kan de nasjonale valutaene brukes som betalingsmiddel parallelt med euro. Denne perioden er ikke lenger enn to måneder i noen av landene. Fra begynnelsen av mars er det bare euro som er betalingsmiddel i alle landene, og alle priser vil være i euro.

Pengepolitikken i euroområdet skal sikre prisstabilitet i området sett under ett. Hvis det kommer forstyrrelser som virker forskjellig på landene, kan de nasjonale myndighetene bruke budsjettpolitikken til å jevne ut den økonomiske utviklingen. Innenfor rammene av den såkalte stabilitets- og vekstpakten kan budsjettpolitikken bli mer effektiv for de små og mellomstore landene, siden valutakursen og renten i utgangspunktet ikke blir påvirket. Den lokale lønnsdannelsen og lokaliseringen av investeringer vil over tid bidra til å jevne ut forskjeller i lønnsomhet og produksjonskostnader.

Budsjettpolitikken bestemmes av det enkelte medlemslandet. Den kan tilpasses den økonomiske situasjonen innenfor de kravene som er nedfelt i stabilitets- og vekstpakten. Gjennom denne pakten har landene forpliktet seg til å innrette finanspolitikken med sikte på balanse eller overskudd på offentlige budsjetter over tid. Finanspolitikken kan brukes til å motvirke konjunktursvingninger, men budsjettunderskuddet kan ikke overstige tre prosent av BNP, unntatt i særlige tilfeller.

Også i Norge har finanspolitikken en langsiktig forankring, og pengepolitikken er rettet inn mot lav og stabil inflasjon. Handlingsregelen om bruk av oljeinntekter setter grenser for det strukturelle budsjettunderskuddet. Som EU-landenes stabilitets- og vekstpakt vil denne handlingsregelen bidra til stabilitet i økonomien.

Den økonomiske situasjonen og innretningen av pengepolitikken

Anslagene for veksten i internasjonal økonomi er justert kraftig ned den siste tiden. Siden desember i fjor har anslagene for veksten hos våre handelspartnere i år blitt halvert. De tragiske hendene 11. september vil bidra til ytterligere å dempe aktiviteten i de amerikanske, asiatiske og europeiske økonomiene.

I euroområdet har høy oljepris, dyresykdommer, nedgang i IKT-sektoren og redusert etterspørsel fra USA virket negativt på den økonomiske utviklingen. Veksten i BNP har avtatt nokså markert det siste året. Arbeidsledigheten har falt mye de siste årene, og den er lav i mange av de mindre landene. Ledigheten er høy i de store landene. Det er særlige strukturelle trekk, blant annet store regionale forskjeller, som bidrar til høy samlet ledighet. Terroraksjonen 11. september har redusert etterspørselen rettet mot flybransjen og reiselivet. Den europeiske sentralbanken har redusert sine styringsrenter med én prosentenheter i år.

Fram til denne høsten var norsk økonomi lite påvirket av omslaget ute. Det synes nå klart at omslaget vil merkes også i Norge. Flere norske bedrifter, i eksportnæringene og i reiselivet, har fått merke følgene av at husholdninger og næringsliv verden over er blitt mer forsiktige. Også investeringene i fastlandsbedriftene vil trolig gå ned.

Den økonomiske situasjonen i Norge er likevel forskjellig fra den i euroområdet. Norsk økonomi er fortsatt preget av høy kapasitetsutnyttelse med få ledige ressurser i arbeidsmarkedet. Den registrerte ledigheten har vært stabil og lav siden høsten 1998. Det er sterk vekst i sysselsettingen i offentlig sektor og i bygge- og anleggssektoren.

Konsumprisveksten i Norge har ligget høyere enn hos våre handelspartnere de siste årene. Stigningen i de siste tolv månedene fram til september var 2,4 prosent. Stabile priser på importerte konsumvarer bidrar til å holde inflasjonen i Norge nede. Veksten i de prisene som særlig påvirkes av innenlandske kostnader er høy.

Det er ikke nytt at Norge er i en annen konjunktursituasjon enn eurolandene. En årsak til dette er at endringer i verdensøkonomien ofte får andre virkninger på norsk økonomi enn på de europeiske. For eksempel vil en kraftig økning i oljeprisen dempe kjøpekraften og aktivitetsnivået i eurolandene. I Norge vil derimot investeringene i oljevirkomheten øke og husholdningene sin fremtidsstro bli styrket. Framveksten av en egen norsk oljeindustri og omstillingene i 1980- og 90-årene har dessuten bidratt til et særnorsk konjunkturforløp. Blant annet har forløpet for oljeinvesteringene trolig bidratt vesentlig til høykonjunktorene midt på 1980-tallet og i 1997-98.

Norske lønnskostnader har de siste årene vokst med 5-6 prosent per år. I eurolandene har lønnskostnadene økt med mindre enn tre prosent per år. Når konjunktorene ikke er i fase og veksten i lønnskostnadene er ulik, blir rentene forskjellige.

I dag ville en rente i Norge på nivå med renten i eurolandene skape en ustabil utvikling. Hvis ikke pengepolitikken hadde bidratt til å dempe etterspørselen, ville presset på realressursene raskt ført til at inflasjonen tiltok.

Deltakerlandene i ØMU har fått tilgang til et stort og likvid finansmarked i egen valuta med lave transaksjonskostnader. Risikoen for valutakurstap ved å plassere og ta opp lån over landegrensene i euroområdet er borte. Dette vil gi betydelige gevinster, ikke minst for en del av de mindre medlemslandene. Næringslivet i euroområdet benytter seg av dette. Omfanget av obligasjonslån utstedt av ikke-finansielle foretak har økt betydelig i hvert av de snart tre årene som har gått siden den felles valutaen ble innført.

I Norge er finansmarkedene små og lite likvide sammenliknet med i euroområdet. Sammen med usikkerhet om valutakursutviklingen, kan dette bidra til høyere avkastningskrav for plasseringer i norske kroner. Det kan bidra til et høyere langsiktig rentenivå i Norge enn i eurolandene over tid. På lang sikt venter aktørene i finansmarkedene at rentenivået i Norge vil kunne ligge opp mot ett prosentpoeng høyere enn i euroområdet.

Valutakursutviklingen etter innføringen av euro

Før innføringen av euro 1. januar 1999 ble det antatt at etableringen av et stort valutaområde i Europa kunne føre til større svingninger i valutakursene enn tidligere. Utenrikshandelen for ØMU sett under ett utgjør en mindre del av økonomien enn for f eks Tyskland. Dermed kunne en tenke seg at endringer i valutakursen ville bli tillagt mindre vekt enn før. Den norske kronen ville også bli påvirket av slike økte svingninger.

For Norge og andre land i randsonen av euroområdet har ikke svingningene i valutakursene økt etter innføringen av euro. De effektive kursene på britiske pund, sveitsiske franc og svenske og norske kroner har heller variert noe mindre enn de gjorde i perioden 1996-1999. Også mot euro har disse valutaene svingt noe mindre enn de gjorde mot tyske mark de siste årene før 1999.

Markedsaktørene synes også å vurdere usikkerheten for kortsiktige svingninger i kronekursen mot euro som nokså moderat. Usikkerheten kan avledes fra hva det koster å sikre seg mot framtidige endringer i valutakursen på kort sikt. Den er forholdsvis lav nå for norske kroner sammenliknet med andre valutaer i randsonen av euroområdet.

En viktig kilde til svingninger i valutakursen, er endringer i bytteforholdet. Bytteforholdet måler prisen på varer og tjenester vi eksporterer i forhold til prisen på de vi importerer. Råvarer og metaller utgjør en vesentlig andel av norsk eksport. Prisen på disse varene svinger mye. Ved en forverring av bytteforholdet vil valutakursen erfaringsmessig svekkes. Ved en bedring i bytteforholdet vil kursen styrkes. Valutakursen tjener således som en stabilisator, en buffer, som delvis demper virkningene på aktiviteten i økonomien av endringer i bytteforholdet. Utviklingen i kronekursen kan også bidra til å dempe

prisvirkningene i Norge av høy lønnsvekst eller andre innenlandske kostnadsforstyrrelser, når det er tillit til at inflasjonen over tid vil være stabil.

Olje og gass er de råvarene som utgjør den største andelen av norsk eksport. En betydelig del av inntektene fra salg av olje og gass investeres i utenlandske aksjer og obligasjoner gjennom Petroleumsfondet. Fondet har dermed bidratt til at den innenlandske bruken av petroleumsinntektene er mindre påvirket av kortsiktige svingninger i oljeprisen. Svingningene i bytteforholdet for norsk økonomi inklusive petroleumssektoren har de siste 20 årene vært tre til fire ganger så store som svingningene i bytteforholdet for fastlandsøkonomien. Petroleumsfondet bidrar dermed til å avlaste kronekursen som buffer. Den relativt lave usikkerheten markedsaktørene synes å knytte til utviklingen i kronekursen kan reflektere dette.

Innføring av euro som sedler og mynt

Innføringen av euro som sedler og mynt fra 1. januar neste år har ingen direkte betydning for norsk pengepolitikk. For husholdninger og bedrifter i euroområdet vil den nye valutaen gå fra å være en regnskapsvaluta til å bli en fysisk valuta. De praktiske fordelene med en felles valuta vil bli mer synlige. Euroen kan brukes i tolv land. Kostnader forbundet med valutaveksling mellom de tolv landene forsvinner. Når de nasjonale valutaene forsvinner, vil prisforskjeller mellom eurolandene bli mer synlige. Resultatet kan bli økt konkurranse og lavere rentenivå over tid. Synet på euroen som pengeenhet vil bli mer positiv blant eurolandenes egne borgere. De vil merke at euroen vil være stabil slik det vil komme til uttrykk i stabilt prisnivå i butikkene.

Overgangsperioden er kort fra euroen innføres som sedler og mynt til de nasjonale valutaene ikke lenger er tvungent betalingsmiddel. Også norske bedrifter og husholdninger må veksle om de kontantene de har i eurolandenes nasjonale valutaer. Det kan synes å være en oppfatning at omveksling mellom to utenlandske valutaer i norske banker må gå veien via norske kroner, slik at en i realiteten veksler to ganger og betaler gebyrer to ganger. La meg nytte høvet til å slå fast at det ikke er noe regelverk som sier at f eks tyske sedler først skal veksles til norske sedler før de veksles til eurosedler.

Storbritannia, Sverige og Danmark har til nå valgt å stå utenfor valutaunionen. Sverige og Storbritannia har inflasjonsmål og flytende valutakurser, mens Danmarks pengepolitikk er rettet inn mot fast valutakurs mot euro. For Norge er disse tre landene viktige både på grunn av den geografiske nærheten og fordi de til sammen står for nærmere 40 prosent av norsk utenrikshandel. Dersom landene etter hvert skulle bli med i euro-samarbeidet kan en ikke se bort fra at bruken av euro i norske husholdninger og foretak kan øke noe. Utstrakt bruk av euro som oppgjør for innenlandske transaksjoner er likevel lite sannsynlig. I de tilfellene der en helt eller delvis har sett slik valutastatus, som i enkelte land i Øst-Europa og Latin-Amerika, har det gjerne hatt sammenheng med sterkt sviktende tillit til den lokale valutaen. Slik sviktende tillit kan oppstå når inflasjonen er høy og variabel eller når statsfinansene står i fare for å bryte sammen.

Ved å påvirke omfanget av kroner i omløp vil Norges Bank alltid kunne sikre at den interne verdien av norske kroner blir opprettholdt i tråd med retningslinjene for pengepolitikken.

Innføringen av euro kan bidra til økt effektivitet og høyere økonomisk vekst i deltakerlandene. Det vil i så fall gi positive ringvirkninger for norsk økonomi. Det har også vesentlig betydning for norsk økonomi at den økonomiske utviklingen i euroområdet er stabil.

Takk for at dere ville høre på.

Fotnoter:

[\[1\]](#) BNP omregnet til felles valuta basert på kjøpekraftsparitet