

Stabiliseringspolitiske utfordringer for sentralbanken

Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik på NFF's vårkonferanse onsdag 21 mai.

Skulle man ta tittelen som jeg har fått til dette foredraget bokstavelig, kunne jeg ha fattet meg i korthet på følgende måte: Den stabiliseringspolitiske utfordringen for sentralbanken er - i følge den fastsatte ansvarsdelingen mellom de ulike elementene i den økonomiske politikken - å stabilisere kronekursen. Takk for oppmerksomheten.

Jeg går ut fra at arrangøren med sin tittel ikke har lagt opp til et slikt kort innlegg, men har ment at jeg skulle utdype de utfordringene Norges Bank ser for utformingen av den økonomiske politikken mer generelt. Herunder er det nødvendig å gå noe ut over det som ligger i Norges Banks operative ansvar for kursstyringen. Jeg vil benytte anledningen til å kommentere utviklingen i penge- og valutamarkedene gjennom de siste månedene, og til å forsøke å se denne utviklingen i sammenheng med de øvrige delene av den økonomiske politikken.

Jeg vil ta utgangspunkt i den kursordningen som ble vedtatt 6. mai 1994, og som danner grunnlaget for Norges Banks utøvelse av penge- og valutapolitikken - sammen med de utfyllende retningslinjene i Revidert nasjonalbudsjett 1994 og senere budsjett dokumenter.

Både Regjeringen og Norges Bank har i hele perioden etter at kursforskriften ble vedtatt våren 1994, lagt vekt på at en vellykket politikk for en stabil valutakurs krever et nært samspill mellom ulike politikkområder:

For det første:

Når pengepolitikken er bundet til det operative målet om en stabil valutakurs, må finanspolitikken bære hovedansvaret for å sikre en stabil økonomisk utvikling. Det innebærer at når det er høy vekst i økonomien, må budsjettet innrettes slik at det reduserer presstendensene i økonomien og sikrer en forsvarlig langsiktig balanse i statsfinansene.

For det andre:

Stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer legger grunnlaget for at inntektspolitikken kan sørge for å sikre en forsvarlig kostnadsmessig konkurranseevne, og gir samtidig et såkalt "nominelt anker" for økonomien. Ved å holde en stabil valutakurs mot land som har lav inflasjon, vil vi over tid også kunne oppnå en tilsvarende lav inflasjon.

Det heter i Revidert nasjonalbudsjett 1994 at den operative retningslinjen for "Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken er at den skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer, med utgangspunkt i kursleiet siden kronen begynte å flyte den 10. desember 1992." I kursforskriften heter det videre at "Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangleiet". Dette innebærer at målet for penge- og valutapolitikken er å stabilisere

kronekursen, også i en situasjon der kursen på grunn av situasjonen i markedet midlertidig er drevet utenfor det vanlige kursleiet.

Regjeringen uttalte også at det "ikke er fastsatt særskilte svingningsmarginer for kronen og at det ikke vil være aktuelt å benytte så sterke virkemidler når det gjelder kjøp og salg av kroner og kortsiktige renteendringer for å holde kronekursen som innenfor et fastkursregime". Samtidig som forskriften klart slår fast at en stabil kronekurs er hovedmålet for pengepolitikken, står det altså også klart at Norges Bank ikke er forpliktet til å opprettholde kursen med "alle midler" - slik tilfellet er for eksempel innenfor et snevert fastkursregime med definerte og offentlige svingningsmarginer. Dette er et resultat av erfaringene i forbindelse med den internasjonale valutakrisen høsten 1992 og vinteren 1993, noe jeg vil komme tilbake til senere.

Det som ligger i dette, er at Norges Bank kan vurdere hvorvidt det er fornuftig å forsvare den gjeldende kursen, eller om det kan være mer hensiktsmessig å gi etter midlertidig, for så å bringe kursen tilbake senere. Men da skal altså "virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsløyet".

I budsjettene som fulgte etter Revidert nasjonalbudsjett 1994, ble det bare foretatt mindre justeringer i retningslinjene for pengepolitikken. I lys av den markerte konjunkturoppgangen i norsk økonomi skrev Regjeringen i Nasjonalbudsjettet 1996: "Innenfor de rammene valutakursforskriften setter for utformingen av pengepolitikken, bør pengepolitikken bidra til å sikre fortsatt lav prisstigning og en stabil økonomisk utvikling". Videre ble det åpnet for at Norges Bank i en viss grad kunne bruke intervensjoner for å stabilisere kronekursen ved å kjøpe valuta noe utover oppbyggingen av oljefondet. Disse retningslinjene lå fast i Revidert budsjett 1996 og i Nasjonalbudsjettet 1997.

Fram til sensommeren 1996 fungerte dette systemet rimelig tilfredsstillende. Norges Bank senket rentene ned mot - og i perioder tildels under - europeiske renter, noe som bidro til å bringe Norge ut av lavkonjunkturen. Gjennom 1995 og fram til høsten 1996 var det mulig å føre en rentepolitikk som både bidro til en stabil økonomisk utvikling innenlands og samtidig var i samsvar med målet om en stabil valutakurs.

Norsk økonomi fikk en sunn og balansert vekst - vekstimpulsene kom både fra utlandet via eksport og innenlands bl. a fra privat konsum. Den private konsumetterspørselen var basert på inntektsvekst og ikke lån. I årene fra 1993 til 1996 kom nesten enn 130 000 flere i arbeid, det var lav prisstigning og god realinntektsvekst for lønntakerne.

Først høsten 1996 oppsto et mer markert press i valutamarkedet. Norges Bank svarte på dette med å selge norske kroner og sette ned renten. I alt solgte vi vel 90 milliarder kroner i 1996. Dette var dobbelt så mye som var nødvendig ut fra avsetningen til Petroleumsfondet. De norske pengemarkedsrentene sank fra 4,5 prosent i november til 3,9 prosent ved utgangen av året.

Det var flere grunner til at det oppsto spenninger i den økonomiske politikken:

- I en verden med frie kapitalbevegelser og en stadig mer integrert internasjonal økonomi må en vente at det av og til kan bli press mot kronen. Som jeg sa

innledningsvis, er det tatt høyde for slike situasjoner i kursforskriften. Slikt press behøver ikke nødvendigvis reflektere realøkonomiske forhold i Norge, men kan drives av forventninger om avkastningsforhold i andre land eller av relative avkastningsforhold mellom ulike plasseringer - det som på fagspråket kalles "porteføljetilpasninger".

- Tallene for norsk økonomi som etterhvert kom fram, kunne tyde på at norsk økonomi står sterkt både i forhold til andre europeiske økonomier og i forhold til det vi tidligere så for oss. Anslaget for de fremtidige petroleumsinntektene er stadig blitt oppjustert. I 1996 ble overskuddet på driftsbalansen vel 7 pst av BNP, og overskuddet på statsbudsjettet var nesten 5 prosent av BNP. Dette er tall som nok har gjort inntrykk både internt i Norge og i det internasjonale valutamarkedet.
- Det som våren 1994 var en begynnende konjunkturoppgang, har utviklet seg til en kraftig høykonjunktur, med tegn til press i deler av arbeidsmarkedet, høy vekst i innenlandsk etterspørsel og en økonomi nær full kapasitetsutnyttning. Selv om prisstigningene fortsatt er lav, er det tegn til at de innenlandske bidragene til prisstigningen er økende. Dette har nok gitt inntrykk av at norsk økonomi "trengte" en nedkjøling og kombinert med tallene for utenriksøkonomien, oppsto det spekulasjoner om en appresiering av kronen.

Jeg vil benytte resten av dette foredraget til å drøfte disse forholdene noe nærmere.

Valutakursstyring og kapitalbevegelser

Kronekursen er blitt justert i alt tolv ganger i løpet av de siste 20 årene. Ni av disse kursjusteringene fant sted i perioden 1976-1984, og var i realiteten devalueringer med sikte på å rette opp konkurransevnen som var blitt svekket som følge av sterkere pris- og lønnsvekst enn hos handelspartnerne. Felles for disse ni kursjusteringene var at de var initiert av myndighetene for å korrigere for en uheldig relativ kostnadsutvikling, og ikke resultat av press fra markedet.

Kursjusteringene i mai 1986, desember 1992 og januar 1997 var derimot ikke planlagt eller ønsket av myndighetene, men ble mer eller mindre tvunget fram gjennom markedspress. Dette illustrerer at myndighetene har begrenset mulighet til å holde en stabil kurs dersom markedsaktørene mener at valutakursen ikke er "riktig".

Endringer i markedsaktørenes forventninger kan raskt slå ut i store bevegelser inn og ut av enkeltvalutaer. For Norge kan disse utviklingstrekkene forsterkes av usikkerheten rundt etableringen av ØMU. Denne usikkerheten kan bidra til å øke investorenes interesse for å spre risiko ved å plassere i norske kroner og andre "randvalutaer". Dette kan igjen føre til at det blir store bevegelser inn og ut av kroner som følge av internasjonale porteføljeskift.

Det kan se ut til at norske kroner for alvor ble "oppdaget" av aktørene i finansmarkedene i løpet av 1996. Norges gunstige økonomiske situasjon og forventninger om en kursappresiering var trolig viktige faktorer. I januar 1997 var appresieringsforventningene så sterke at en betydelig negativ rentedifferanse overfor ECU og omfattende intervensjoner ikke var tilstrekkelig til å stabilisere kronekursen innenfor kursleiet i perioden 1993-1996.

Ved depresieringspress har både internasjonale og norske erfaringer vist at forsvar av en bestemt valutakurs gjennom store intervensjoner kan være lite troverdig: Rentene kan ikke holdes på et svært høyt nivå i lang tid uten at det virker ødeleggende på økonomien. Dette var situasjonen for mange land i Europa i 1992 inklusiv Sverige, Finland og Norge. Lignende mekanismer kan også gjøre seg gjeldende ved appresieringspress: Svært lave renter vil ikke alltid være forenlig med de langsiktige målene for den økonomiske politikken. Samtidig kan rentereduksjoner ha begrenset effekt: Hvis markedsaktørene tror det er stor sannsynlighet for appresiering på kort sikt, vil en liten endring i avkastningen gjennom rentereduksjon ikke i særlig grad bidra til å dempe valutaspesulasjonene. Renten er derfor først og fremst et langsiktig virkemiddel, og det er en betingelse at renteendringen også er troverdig på lang sikt - det vil si: rentenivået må være forenlig med de langsiktige målene for den økonomiske politikken.

I Norges Banks brev til Finansdepartementet 22 november i fjor, som ble offentliggjort i Salderingsproposisjonen, understreket banken at de eksisterende retningslinjene for pengepolitikken legger begrensninger på hvor kraftig virkemidlene i pengepolitikken kan innrettes for å holde kronekursen stabil. I de utfyllende retningslinjene for valutaforskriften heter det blant annet at det ikke er aktuelt å benytte så sterke virkemidler når det gjelder kjøp og salg av kroner og kortsiktige renteendringer for å holde kronekursen som under et fastkursregime. Vår vurdering var at en innenfor retningslinjene og i lys av hvordan penge- og valutamarkedet fungerer, må akseptere visse kortsiktige svingninger i valutakursen når den settes under sterkt press. I Salderingsproposisjonen understreket samtidig regjeringen stabil valutakurs som retningslinje for penge- og valutapolitikken.

Da presset i valutamarkedet ble helt akutt i januar, fant Norges Bank det mest hensiktsmessig å midlertidig slutte å intervenere, og lot kronekursen tilpasse seg markedssituasjonen for en periode. Jeg vil imidlertid understreke at dette *ikke på noen måte* innebar at målet om en stabil kronekurs ble oppgitt. Tvert om er det i kursforskriften - som jeg var inne på tidligere - tatt høyde for at en slik situasjon kan oppstå, og vår utøvelse av penge- og valutapolitikken var således godt i tråd med retningslinjene.

Store intervensjoner kan i en akutt situasjon i valutamarkedet være et lite egnet virkemiddel sett fra sentralbankens side. Det skyldes at når markedsaktørene etterspør store kronebeløp, vil tilsvarende store intervensjoner fra Norges Bank kunne oppfattes av markedet som et signal om ubalanse i markedet - det oppstår en såkalt "one-way bet" situasjon, der etterspørselen etter kroner øker i takt med intervensjonene. Hvis sentralbanken derimot unnlater å intervenere, må markedsaktørene inngå veddemål mot hverandre - i stedet for mot sentralbanken.

Nettopp fordi erfaringene med såkalte "one-way-bets" tilsier at intervensjoner har begrenset virkning i en akutt situasjon, kan det være mer fornuftig å bøye noe av, for så senere å komme tilbake til kursleiet når forholdene i markedet har roet seg ned.

Det er denne strategien som ligger til grunn for det Norges Bank har foretatt seg de siste månedene. Gjennom rentenedsettelsene i januar står aktørene i markedet samtidig overfor en lavere avkastning på norske kroner sammenliknet med de fleste andre europeiske valutaer.

I tråd med retningslinjene har vi altså innrettet virkemidlene med sikte på at kursen etterhvert skal bringes tilbake til utgangsløyet. Siden begynnelsen av februar har valutakursen svekket seg med mer enn 5 prosent. Kursen har ligget i området 101,5-102 mot ECU den siste uken, og den er altså tilbake på nivået i november i fjor. Det er vanskelig å vite nøyaktig hvilke krefter som har bidratt til - skal vi kalle det - en normalisering av kursnivået. Jeg nevnte vår virkemiddelbruk. Det er grunn til å tro at investorer, når det ble mer usikkert om en vesentlig appresiering ville finne sted, har redusert sine posisjoner i norske kroner. Tilbakevendingen av kursen har videre sammenfalt med et fall i oljeprisen. Det kan også ha spilt en rolle at det i denne perioden ser ut til at tiltroen til ØMU har økt.

Jeg vil samtidig understreke - slik jeg også har gjort ved tidligere anledninger - at kursutviklingen selvsagt er usikker. Forholdene i valutamarkedet påvirkes både av internasjonale forhold - som for eksempel forventningene knyttet til ØMU og utsiktene for oljeprisen - såvel som andre utviklingstrekk innenlands. Blant annet vil lønns- og prisutviklingen innenlands kunne påvirke kursutviklingen. Alt annet likt vil en høyere pris- og kostnadsvekst innenlands kunne dempe forventningene om en appresiering av kronen. Jeg ser ikke bort fra at prisutviklingen de siste månedene sammen med den relativt ekspansive innretningen av pengepolitikken, kan ha bidratt til å øke forventningene om fremtidig prisstigning i Norge, og således bidratt til å dempe forventningene om en nominell appresiering av kronekursen.

Endrede utsikter

Et spørsmål som naturlig melder seg i denne sammenhengen, er hvor sterke appresieringsforventningene er, og hva de bygger på.

I Revidert nasjonalbudsjett 1994 presenterte Regjeringen langsiktige beregninger som viste et underskudd på statsbudsjettet, *inklusive oljeinntekter*, i størrelsesorden 15 til 20 milliarder kroner i årene 1994-1998. I 1996 ble overskuddet på statsbudsjettet 47 milliarder kroner, mens det i år - i følge Revidert Nasjonalbudsjett 1997 - er ventet et overskudd på 57 milliarder kroner. Grunnen til at overskuddene er blitt oppjustert, er for det første at oljeproduksjonen har vært høyere enn hva som tidligere ble lagt til grunn. For det andre er veksten i fastlandsøkonomien blitt sterkere samtidig som finanspolitikken er blitt strammet inn, slik at skatteinntangen har økt og enkelte offentlige utgifter redusert. Det siste poenget kan illustreres ved at det i 1997 er anslått et underskudd på statsbudsjettet *utenom oljeinntekter* på om lag 23 milliarder kroner, omtrent tilsvarende anslaget for underskuddet *inklusive oljeinntekter* i Revidert nasjonalbudsjett 1994.

Oppjusteringen av petroleumsproduksjonen har videre ført til at utsiktene for utenriksøkonomien er blitt vesentlig forbedret. Mens anslagene i 1994 viste et overskudd på driftsbalansen i størrelsesorden 5 prosent av BNP i 1997-98, er nå driftsoverskuddet - i følge Revidert nasjonalbudsjett 1997 - anslått til om lag 8-10 prosent av BNP i år og de nærmeste årene framover. Ifølge Langtidsprogrammet vil Norges nettofordringer overfor utlandet komme opp i over 100 prosent av BNP i løpet av de neste ti årene.

Anslagene for oljeprisen er åpenbart avgjørende for Norges og statens fremtidige oljeinntekter og fordringer. Anslagene i Langtidsprogrammet er basert på en gjennomsnittlig

oljepris på 115 1997-kroner pr. fat. Oljeprisen har siden slutten av 1980-årene gjennomgående ligget i området 110-140 kroner pr. fat. Oljeprisen må med andre ord vesentlig under 90-årenes "normalnivå" for å motvirke den oppjustering av oljeinntektene som har skjedd gjennom blant annet økte anslag på petroleumsreserver og -produksjon de senere årene.

Oljeprisen har imidlertid vist store svingninger og den fremtidige prisutviklingen er meget usikker. Prognoser for oljeprisen på noe sikt varierer over et intervall fra rundt 60 kroner pr fat til 210 kroner pr fat. Konsekvensene for oljeformuen av endringer i oljeprisen er betydelige. I Revidert nasjonalbudsjett 1997 påpekes det at dersom oljeprisen faller med 20 kroner reduseres oljeformuen tilsvarende vel 50 prosent av BNP.

Den stadige oppjustering av oljeformuen gjennom de siste årene innebærer at det kan hevdes at Norge faktisk er blitt rikere. Med dette som utgangspunkt er det grunnlag for økt konsum både i inneværende og fremtidige perioder. En del av det økte konsumet vil være rettet mot skjermede produkter der etterspørselen bare kan møtes gjennom økt produksjon i Norge. En *varig* økning i forventede fremtidige inntekter innebærer dermed at mer ressurser over tid skal brukes i skjermet sektor. Gitt at norsk økonomi allerede opererer nær full kapasitetsutnyttelse, innebærer dette resonnetet at det i tiden fremover bare vil være rom for en vekst i etterspørselen lik veksten i produksjonskapasiteten om det skal legges grunnlag for å opprettholde nåværende omfang på konkurranseutsatt sektor. Ved sterkere etterspørselsvekst vil tiltakende press i arbeidsmarkedet etter hvert ført til en nedbygging av konkurranseutsatt sektor og overføring av arbeidskårsressurser til den skjermede sektor.

Behovet for å opprettholde et visst omfang av konkurranseutsatt virksomhet for å lette overgangen til en situasjon med fall i oljeinntektene og den store usikkerheten forbundet med de fremtidige oljeinntektene - knyttet blant annet til priser og teknologisk utvikling - trekker imidlertid i retning av at Norge ikke bør bli for oljeavhengig. Sammen med det forhold at de store oljeinntektene som nå blir synliggjort kan betraktes som en overføring av formue fra Nordsjøen til fordringer på utlandet - og således isolert sett ikke innebærer at vi er blitt rikere - tilsier at myndighetene bør søke å motvirke en nedbygging av den konkurranseutsatte sektoren.

Ved å føre en tilstrekkelig stram finanspolitikk kan myndighetene holde en stabil nominell valutakurs samtidig som inflasjonen holdes nede. Gjennom valutakjøp til petroleumsfondet vil en stram finanspolitikk samtidig bidra til å nøytralisere virkningen i valutamarkedet av store overskudd i utenriksøkonomien.

Dette reiser imidlertid et grunnleggende spørsmål om forholdet mellom pengepolitikken og finanspolitikken. Dagens styringssystem bygger på at pengepolitikken skal bidra til lav inflasjon og moderate lønnsoppgjør gjennom stabil valutakurs. Finanspolitikken skal innrettes med sikte på stabilisere den økonomiske utviklingen. Dersom det av hensyn til stabil valutakurs blir nødvendig å føre en pengepolitikk som bidrar til å forsterke konjunktursvingningene, følger det at finanspolitikken må ta en tilsvarende større belastning.

Prosyklisk pengepolitikk?

Som nevnt oppsto det et markert appresieringspress mot norske kroner i løpet av høsten 1996, noe som isolert sett tilsa en rentenedgang med sikte på å stabilisere kronekursen. På den annen side var det klart at det ut fra innenlandske konjunktursyn ikke var ønskelig med en betydelig rentenedgang. Dette illustrerer at et pengepolitisk styringssystem som er rettet inn mot stabil valutakurs også kan ha kostnader. Siden begynnelsen av 80-tallet synes det nokså klart at pengepolitikken har virket prosyklisk: Pengepolitikken har gjennomgående virket ekspansivt i høykonjunkturer og kontraktivt i lavkonjunkturer.

En måte å illustrere dette på kan være å ta utgangspunkt i den såkalte "Taylor-regelen" for pengepolitikken. Denne regelen ble opprinnelig utviklet for å prøve å simulere hvordan pengepolitikken i USA blir utøvet. I USA fører sentralbanken en produksjons- og prisstabiliserende pengepolitikk. Taylor-regelen kan sies å reflektere det en kan kalle en "optimal" pengepolitikk, når en utelukkende tar hensyn til virkningene av pengepolitikken på konjunkturutviklingen innenlands. Denne regelen indikerer således hvordan renten må tilpasses for at økonomien skal ha høy kapasitetsutnyttning og høy sysselsetting samtidig som presset i økonomien ikke blir så sterkt at prisstigningen tiltar. Avviket mellom den renten Taylor-regelen antyder og den faktiske renten kan derfor indikere i hvilken grad pengepolitikken er tilpasset konjunkturutviklingen.

La meg presisere at ingen sentralbank benytter en mekanisk regel for innretningen av pengepolitikken, heller ikke den amerikanske sentralbanken. En kan heller ikke vurdere pengepolitikken isolert fra de øvrige politikelementene, for eksempel finanspolitikken, slik denne regelen gjør. Små land som Norge vil videre uansett måtte ta hensyn til valutakursen, slik at det aldri vil være aktuelt for Norge å innrette pengepolitikken etter en slik regel. Likevel kan en slik regel antyde om renten har bidratt til å forsterke eller dempe konjunkturutslagene.

Taylor-regelen antyder at renten burde vært høyere i største delen av 1980-tallet, men at renten var for høy i begynnelsen av 1990-tallet. Fra 1995 er det større samsvar mellom Taylor-regelen og faktisk rente og mot slutten av 1996 peker beregningene i retning av at renten burde vært noe høyere.

Jeg vil understreke at disse beregningene er begrenset til innenlandske rentevirkninger og ikke vurderer rentens effekt på valutakursen og konsekvensen av dette for økonomien. Jeg vil spesielt peke på at kostnaden ved en feiltilpasset rente må sees i sammenheng med gevinsten for konkurranseutsatt sektor ved at valutakursen holdes stabil.

Det er videre et viktig poeng at det har vært ulike bakenforliggende forhold som har bidratt til at renten ikke har vært tilpasset konjunktursituasjonen. Avviket mellom Taylor-renten og den faktiske renten kan således ikke mekanisk tolkes som en kostnad ved dagens kursstyringssystem.

Eksempelvis i den sterke oppgangen i 1984-86 var veksten i Norge i takt med konjunktorene internasjonalt. Vi ble altså ikke påført et for lavt rentenivå utenfra. Den alt for sterke oppgangskonjunkturen vi fikk hadde sammenheng med det lave politiske bestemte

rentenivået og den store verdien rentefradraget hadde. Det var således ikke hensynet til valutakursen som medførte at at renten var lav.

I likhet med mange andre land fant det i Norge sted en kraftig reduksjon i inflasjonen fra slutten av 1980-tallet til begynnelsen av 1990-tallet. En slik nedgang i prisstigningen ville ha krevet en stram pengepolitikk uansett hvilket pengepolitisk regime vi hadde. Det er lite som tyder på at kostnaden ved å bringe prisstigningen ned i Norge var spesielt mye høyere enn i andre land. Tvert i mot var oppgangen i ledigheten i Norge mindre enn i de fleste andre land. Dette hadde sammenheng med at vi (etterhvert) gjennomførte en finanspolitisk ekspansjon som andre land ikke hadde muligheten til (eller ønsket). Det fleksible arbeidstilbudet i Norge var nok også medvirkende til at oppgangen i ledigheten ble mindre enn i andre land.

Fra slutten av 1989 og fram til i dag har pengepolitikken i Norge mer entydig bidratt til å forsterke konjunktorene som en direkte følge av målsettingen om å holde en stabil kronkurs. Mot slutten av 80-tallet og begynnelsen av 90-tallet var det lavkonjunktur i Norge, samtidig som høykonjunktoren i Tyskland bidro til et høyt norsk realrentenivå og en kontraktiv pengepolitikk. Nå er Norge igjen inne i en høykonjunktur, samtidig som lav vekst på kontinentet bidrar til lave realrenter og ekspansiv pengepolitikk.

De lavere rentene vi etterhvert fikk i Norge fra 1993 var trolig en viktig drivkraft i den oppgangen vi har hatt i norsk økonomi. Det synes også klart at pengepolitikken i den nærmeste tiden vil bidra til ytterligere vekst i etterspørselen innenlands. Realrenten etter skatt for lån etter de gunstigste vilkårene er nå rundt $\frac{1}{2}$ prosent.

Når pengepolitikken er rettet inn mot å holde fast valutakurs, er det finanspolitikken som må sørge for å stabilisere den økonomiske utviklingen. Et viktig premis for at finanspolitikken faktisk skal kunne ivareta sin rolle, er at den kan justeres tilstrekkelig dersom pengepolitikken blir mer ekspansiv. Dette er blant annet et spørsmål om hvor rentefølsom økonomien er i forhold til den kontraktive virkningen av en finanspolitisk innstramming.

Mye tyder på at norsk økonomi er relativt rentefølsom. I større grad enn i utlandet låner husholdninger og bedrifter til flytende rente. Renteendringer med sikte på å påvirke valutakursen vil derfor slå relativt sterkt ut i realøkonomien. Det er også grunn til å tro at formueseffekter gjennom virkninger fra lavere renter på boligprisene kan være sterkere i andre land enn i Norge. I forhold til utlandet er det en relativt stor andel av nordmenn som eier sine egne boliger. Videre er det grunn til å tro at en lavere rente ikke i særlig grad reduserer husholdningenes disponible inntekt i Norge, mens den vil virke kontraktivt mange land hvor husholdningene gjennomgående har en større rentebærende finansiell formue enn i Norge.

I Norges Banks siste inflasjonsrapport ble det redegjort for hvordan renteendringer kan påvirke realøkonomien. Disse beregningene var basert på hvordan de historiske erfaringene var nedfelt i Norges Banks makroøkonomiske modell RIMINI. En nedgang i pengemarkedsrenten på 1 prosentpoeng som raskt slår fullt gjennom i bankrentene, vil i følge disse beregningene etter to år føre til en vekst i innenlandsk etterspørsel opp mot 1 prosent og nesten $\frac{1}{2}$ prosent høyere sysselsetting. Andre økonomiske modeller for norsk økonomi viser noe svakere rentevirkninger enn dette.

Generelt er tallfestingen av renteendringer usikre. Både i Norge og i utlandet har det vist seg vanskelig å finne stabile sammenhenger som kan forklare utviklingen i sparing og investeringer. De store endringene i finansmarkedene det siste tiåret innebærer at det er vanskelig å trekke sterke konklusjoner på grunnlag av tidligere erfaringer. Spesielt gjelder dette trolig erfaringene fra før kredittrasjoneringen ble opphevet midt på 1980-tallet.

Utfordringene vi står overfor i stabiliseringspolitikken vil også avhenge av om Norge vil være i konjunkturfase med de landene vi har knyttet valutaen til. Dersom vi er i en høykonjunktur samtidig med landene vi stabiliserer valutaen overfor, innebærer det at rentenivået også vil være tilpasset den økonomiske situasjonen. Gjennomgående ser det imidlertid ut til at Norge har vært mer i konjunkturfase med de engelskspråklige landene enn med landene i Kontinental-Europa. Det vil vel ikke være helt uventet om dette kan fortsette i de nærmeste årene når landene i Europa gjennomfører de signaliserte innstramminger i finanspolitikken for å oppfylle kravene til deltakelse i ØMU.

Det er imidlertid hverken nytt eller overraskende at en målsetting om stabil valutakurs kan føre til at pengepolitikken i perioder kan bidra til å forsterke konjunkturutslagene. Dette forhold var med i de vurderinger som ble gjort da rollefordelingen mellom de ulike politikelementene ble etablert. I vårt brev til Finansdepartementet i 1994, hvor Norges Bank tilrådte en videreføring av en stabil valutakurs mot de europeiske valutaer, understreket banken betydningen av at det var bygget opp en bred forståelse av stabil valutakurs som en fast ramme for den økonomiske politikken og for lønnsoppgjørene.

Så langt må vi konstatere at denne ansvarsfordelingen har virket etter forutsetningene. I perioden etter 1986 er inflasjonen og inflasjonsforventningene i Norge redusert, blant annet ved at en stabil valutakurs la grunnlag for gjennomføring av moderate lønnsoppgjør og en ansvarlig finanspolitikk. Dette har vært med på å legge grunnlaget for den gunstige utviklingen i 1990-årene, blant annet gjennom lavere realrenter. Finanspolitikken er strammet inn og gjennom inntektpolitikken har en oppnådd lavere nominell lønnsvekst enn det vi kunne ha fryktet i en så sterk oppgangskonjunktur.

Jeg vil avslutningsvis understreke at den rentenedgang Norges Bank måtte foreta i år for å stabilisere valutakursen og den sterkere vekst som nå anslås for inneværende år i Revidert nasjonalbudsjett, understreker behovet for en stram finanspolitikk. På denne bakgrunn er det bekymringsfullt at innstrammingen i finanspolitikken for innværende år er redusert i forhold til det regjeringen la opp til i Salderingsproposisjonen.