

Utfordringer i pengepolitikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem, Årbok for Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning.

Målet for pengepolitikken

Pengepolitikkenes viktigste oppgave er å gi økonomien et nominelt ankerfeste. Siden 1986 har myndighetene fokusert på å holde verdien av kronen fast eller stabil i forhold til andre valutaer. Denne politikken har i det store og hele vært vellykket. Pris- og kostnadsveksten falt gradvis i årene fram til 1990. De realøkonomiske kostnadene i form av arbeidsledighet og tapt produksjon ved å redusere inflasjonen etter overopphetingen på midten av 1980-tallet var store, men trolig mindre og mer kortvarige enn i de fleste andre land som har hatt tilsvarende ubalanser. Prisstigningen målt ved konsumprisindeksen steg med i gjennomsnitt 21/4 prosent i 1990-årene og med et standardavvik på 3/4 prosentenheter.

I årene 1986 til 1992 hadde Norge et fastkurssystem med en definert sentralkurs og med maksimalt tillatte svingningsmarginer. Dette systemet måtte vi forlate i desember 1992 etter omfattende spekulasjoner mot kronen under uroen i de europeiske valutamarkedene. Kronen falt noe i verdi like etter krisen, men holdt seg deretter stabil uten omfattende bruk av Norges Banks virkemidler. Det er flere årsaker til dette. Norsk økonomi vokste jevnt i første halvdel av 1990-tallet. Prisveksten var lav, finanspolitikken var godt tilpasset den økonomiske utviklingen, og oljeprisen var forholdsvis stabil.

Siden 1996 har forutsetningene for valutakursstabilitet ikke vært like gode. Statsbudsjettet har ikke i tilstrekkelig grad bidratt til å jevne ut veksten i den innenlandske etterspørselen og produksjonen, lønnsveksten har vært vesentlig høyere enn i andre land, og svingningene i oljeinntektene har vært sterke. Samtidig smittet uro i internasjonale finansmarkeder over på vår valuta. Kronekursen har i denne perioden svingt til tross for en aktiv bruk av Norges Banks virkemidler.

Det er imidlertid grunn til å fremheve at det kursleiet vi nå har, har norsk økonomi i grove trekk levd med i 13 år. Vi har ikke holdepunkter for å si at det ikke er et egnet kursnivå også i årene fremover så fremt finanspolitikken jevner ut svingninger i den innenlandske økonomien og lønnsdannelsen fungerer like godt som på 1990-tallet.

De politiske myndighetene gir Norges Bank mandatet for utøvelsen av pengepolitikken. Mandatet er nedfelt i forskriften om kronens kursordning som ble vedtatt ved kongelig resolusjon 6. mai 1994. I forskriftens §2 heter det:

"Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken skal *rettes inn mot* stabilitet i kronens verdi mot europeiske valutaer, med *utgangspunkt i* kursleiet etter at kronen begynte å flyte den 10. desember 1992. Ved *vesentlige endringer* i kursen skal virkemidlene innrettes *med sikte på* at valutakursen *etter hvert* bringes tilbake til utgangsleiet. Det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervensere i valutamarkedet."

(Mine uthevninger)

Forskriften bygger på at vi har flytende valutakurs. Den første setningen sier at vi har en styrt flyt av kronen. Virkemidlene skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi overfor *europeiske valutaer*. Referansen "europeiske valutaer" har Norges Bank valgt å definere som euro fra 1. januar 1999.

Den siste setningen i forskriften avgrensner vårt system i forhold til et fastkurssystem. Det er ikke fastsatt en sentralkurs innenfor bestemte svingningsmarginer. I den utstrekning opplegget gir

assosiasjoner i retning av et fastkursregime, bør begrepet *utgangsleiet* forstås som en bredt tegnet sentralkurs som kronen kan svinge rundt.

Den andre setningen omtaler *vesentlige endringer* i kursen i forhold til utgangsleiet. Det er viktig å merke seg at *vesentlige endringer* ikke er definert som en tallstørrelse, som for eksempel 21/4 prosent, 6 prosent eller 15 prosent, som er svingningsmarginer EU-landene har anvendt i sitt valutakurssystem. *Vesentlige* må gis et økonomisk innhold. En rimelig tolkning er at en "vesentlig endring" er en endring som påvirker forventningene om pris- og kostnadutviklingen slik at kursendringen blir selvforsterkende.

Også uttrykkene *med sikte på, etter hvert, rettes inn mot og med utgangspunkt i* viser at Norges Bank er gitt stort rom for å utøve skjønn.

Kravet i forskriften om tilbakevending av kronekursen til utgangsleiet kan - om det blir satt på spissen - ha et element av paripolitikk i seg. I en tenkt situasjon, for eksempel etter et stort og varig fall i oljeprisen, kan kronekursen i lengre tid bli liggende utenfor kursleiet. Dersom Norges Bank da forsøker med høy rente å presse kronen tilbake til kursleiet, vil pengepolitikken kunne skape nedgangstider av en art som vil svekke tilliten til kronen. Tilsvarende kan det etter appresiering oppstå situasjoner der renten må settes så lavt for bringe kronekursen tilbake til utgangsleiet at det skapes inflasjon. Da svekkes imidlertid grunnlaget for kursstabilitet. Norges Bank kan derfor ikke med åpne øyne innrette virkemidlene slik at de skaper inflasjon eller nedgangstid med deflasjon. Dersom det oppstår en situasjon hvor Norges Bank ikke kan få kursen tilbake uten slike konsekvenser, vil banken underrette statsmyndighetene om at det er behov for tiltak av andre enn banken. Det kan da være tale om finanspolitiske tiltak som gjør det mulig å bringe kronekursen tilbake mot utgangsleiet og stabilisere den. Dersom det har skjedd fundamentale endringer i rammevilkårene for norsk økonomi, kan det derimot være riktig å vurdere endringer i retningslinjene for pengepolitikken.

Norges Banks virkemidler

Norges Bank har to virkemidler i pengepolitikken - valutaintervensjoner og renten. Intervensjoner påvirker tilbudet av og etterspørselen etter kroner i valutamarkedet. En endring i renten påvirker både forholdene i valutamarkedet og samlet etterspørsel og produksjon i økonomien på ett til to års sikt.

Valutaintervensjoner

Omsetningen i valutamarkedet har økt kraftig de seneste årene. Norges Bank har betydelige valutareserver, men de blir små sett i forhold til markedets størrelse.

Norges Bank har dårlige erfaringer med omfattende og vedvarende kjøp og salg i valutamarkedet for å påvirke kronekursen. Dersom sentralbanken er tungt inne med støttekjøp, har det lett for å oppstå en spillsituasjon der markedsaktørene oppfatter sentralbankens intervensjoner som en interessant profittmulighet. Markedsaktørene vet at en situasjon der kronekursen holdes oppe fordi Norges Bank kjøper opp kroner, ikke kan vedvare. Det er da fristende å ta posisjoner i valutamarkedet mot sentralbanken. Dette innebærer at omfattende og vedvarende intervensjoner over tid kan forsterke presset mot kronen, slik at volumet av nødvendige støttekjøp stadig øker. Det fremste eksemplet på en slik spillsituasjon i norsk valutapolitisk historie var fredag 20. november 1992, da Norges Bank fra markedet åpnet til det stengte kjøpte 37 milliarder kroner for å støtte kronekursen. Det ble også intervenert for 14 milliarder kroner på slutten av dagen før, etter at Sverige hadde latt sin krone flyte. Til sammen gikk det mer enn 50 milliarder kroner i valuta ut fra Norges Banks reserver i løpet av seks handletimer over to dager. Tilsvarende erfaringer våren 1997 og høsten 1998 kan tyde på at valutaintervensjoner bare kan demme opp for press mot kronekursen i en kort periode.

Store valutakjøp er heller ikke opprettholdbare. Da tilføres store mengder kronelikviditet, og rentene i pengemarkedet presses ned. Likviditeten kan i prinsippet inndras ved å legge ut statspapirer med kort løpetid, men det gir samtidig staten økte rentekostnader. Det kan også stilles spørsmål ved hvor effektiv en slik likviditetsbinding vil være. Sett fra den enkelte banks synspunkt vil en økt beholdning av kortsiktige statspapirer kunne bli vurdert som høyst likvid, og vil dermed kunne danne grunnlag for en mer offensiv utlånsstrategi.

Også hvis aktørene legger til grunn at Norges Bank vil bruke renten til å forsvare bestemte nivåer på kronkursen, kan det åpne for en spillsituasjon. En kraftig renteøkning for å forsvare kursen vil over tid føre til nedgangstid med deflasjon. Markedet kan derfor forsøke å teste ut hvor høyt Norges Bank er villig til å sette renten. Høsten 1998 ble spekulasjon mot kronen kombinert med spekulasjon om at norske renter ville øke når kronen svekket seg. Dersom Norges Bank ikke hadde avsluttet "spillet" ved å stoppe intervensjonene og renteøkningene, kunne økonomien kommet inn i en negativ spiral.

Norges Bank ønsker ikke å opptre på en måte som kan fremkalle slike spillsituasjoner. Vi kan heller ikke vente at andre sentralbanker vil komme oss til hjelp i et omfang som gir avgjørende bidrag til vår motstandskraft. Banken vil likevel kunne bruke intervensjoner i begrenset omfang, dersom kursen kommer vesentlig utenfor det vi vurderer som rimelig ut fra fundamentale forhold eller ved store kortsiktige svingninger i tynne markeder. I slike situasjoner kan risikoen for å havne i et tapsbringende spill mot aktørene i valutamarkedet være mindre.

Renten

Sentralbankens viktigste virkemiddel er rentene på bankenes innskudd i og utlån fra sentralbanken. Renten påvirker kronkursen direkte gjennom avkastningen som kan oppnås ved å plassere i kroner, men også indirekte via virkningen på utsiktene for pris- og kostnadsutviklingen i Norge.

De administrerte rentene har erfaringsmessig nokså stort gjennomslag på de helt kortsiktige pengemarkedsrentene, det vil si dags- og ukesrentene. Rentene på plasseringer med lengre løpetider påvirkes ikke like direkte. De mer langsiktige pengemarkedsrentene bestemmes av transaksjoner mellom markedsaktørene. Her spiller forventningene om sentralbankens handlemønster og den generelle tilliten til pengepolitikken inn. Renten på de aller lengste plasseringene vil nærme seg det internasjonale avkastningskravet på kapital. Det vil likevel være forskjeller mellom de lange rentene i ulike land. Det skyldes ulike konjunkturforløp (realrenter) og premier som skal kompensere for usikkerhet og forskjeller i den forventede prisstigningen.

Høyere rente vil øke avkastningen på kroneplasseringer. Flere vil ønske å plassere i kroner, og kronen blir styrket. Bli renten *for* høy kan pengepolitikken bidra til nedgangstider og deflasjon. Markedsaktørene vil da kunne frykte kurstap på sine plasseringer. Derfor kan de ønske å selge kroner, selv om renten er høy. En renteøkning vil da svekke kronen, mens en lavere rente vil styrke kronen. Bli renten så lav at den bidrar til økt inflasjon, svekkes troverdigheten til pengepolitikken. Sviktende tillit til den økonomiske politikken gir ustabil valutakurs, store risikopremier og unødvendig høye langsiktige renter.

Tilliten til pengepolitikken er skjør og sårbar. Det tar tid å bygge opp tillit og det skal lite til for å ødelegge den. Svikter tilliten, vil det kreve mye å vinne den tilbake.

Samspeillet i den økonomiske politikken

Det overordnede målet i den økonomiske politikken er å sikre en bærekraftig økonomisk vekst og full sysselsetting. Stabilitet i den økonomiske utviklingen bidrar til å oppnå målene.

Finanspolitikken

bestemmer omfanget og finansieringen av offentlige utgifter. Alderssammensetningen i befolkningen fører til at forpliktelsene i Folketrygden øker betydelig når de store etterkrigsgenerasjonene når pensjonsalder 10-20 år etter årtusenskiftet. For å opprettholde velferden når oljeinntektene avtar, bør finanspolitikken være rettet inn mot solide statsfinanser på lang sikt. Dette tilsier at staten bygger opp en betydelig finansiell formue de nærmeste årene.

I Norge legger offentlig sektor beslag på en stor andel av verdiskapingen. Skatte- og avgiftsinngangen og utgifter til arbeidsledighetstrygd blir påvirket av den økonomiske utviklingen over konjunktorene og bidrar samtidig automatisk til å stabilisere den. Finanspolitikken kan også bidra til å stabilisere utviklingen i den innenlandske økonomien ved aktive motkonjunkturtiltak.

Den norske staten har større finansiell handlefrihet enn de aller fleste andre land til å bruke statsbudsjettet aktivt for å stabilisere den økonomiske utviklingen. Statsmyndighetene har klare ambisjoner om å dempe konjunktursvingningene ved å tilpasse veksten i offentlige utgifter og skatte- og avgiftsnivået. Statens inntekter svinger med oljeprisen. Avsetningen til Statens petroleumsfond kan bidra til å skjerme økonomien fra store svingninger i oljeprisen, se nærmere drøfting nedenfor.

Pengepolitikken

kan støtte opp under den nominelle stabiliteten ved å bidra til stabil kronekurs og lav og stabil inflasjon. På kort sikt vil pengepolitikken påvirke den realøkonomiske utviklingen. Dette vil Norges Bank ta hensyn til på to måter. For det første vil banken søke å unngå at pengepolitikken bidrar til for brå omslag i økonomien. For det andre vil utviklingen i arbeidsmarkedet og produktmarkedene ha betydning for lønnsvekst og inflasjon, og dermed også for kronekursen. Norges Bank vil ta hensyn til dette i vurderingen av den økonomiske utviklingen og i rentesettingen.

Pengepolitikken er ikke egnet til å påvirke produksjon og sysselsetting på lang sikt. Den kan heller ikke anvendes til å påvirke hvor bredt konkurranseutsatt næringsliv vi skal ha over tid. Det er i hovedsak bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet, lønns- og inntektsdannelsen og omstillingsevnen og effektiviteten i økonomien som avgjør dette.

Pengepolitikken er heller ikke egnet som verktøy i inntektspolitikken. Renten bør ikke anvendes for å påvirke forhandlingsklimaet i inntektsoppgjørene. Det ville kunne binde opp handlefriheten i pengepolitikken på en svært uheldig måte.

Utviklingen de siste årene viser at sentralbanken ikke kan finstyre kronekursen. Den vil også i fremtiden bli påvirket av stemningsskifter i internasjonale finansmarkeder, utviklingen i oljeprisen, budsjettpolitikken samt den innenlandske pris- og kostnadsveksten. I rentesettingen fokuserer Norges Bank derfor på de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronekursen. For å oppnå kursstabilitet mot euro, må virkemidlene rettes inn slik at pris- og kostnadsstigningen kommer ned mot den stigningen Den europeiske sentralbanken (ESB) sikter mot. Samtidig må vi unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstid med deflasjon, fordi det kan svekke tilliten til kronen.

Muligheten for finansielle bobler, som kjennetegnes ved unormalt høy prisvekst på finansielle aktiva uten grunnlag i fundamentale forhold, representerer også en utfordring for pengepolitikken. Bobletendenser kan true stabiliteten i økonomien og dermed grunnlaget for både stabil kronekurs og prisstabilitet. Det er imidlertid vesentlig lettere å identifisere slike bobler i ettertid enn mens de bygger seg opp. Et særlig problem oppstår dersom kronekursen styrker eller svekker seg vesentlig mer enn de fundamentale forholdene i økonomien skulle tilsi, og dette varer ved over noe lengre tid.

De økonomiske virkningene av dette for Fastlands-Norges skjermede og konkurranseutsatte næringsliv vil kunne ha varige negative konsekvenser.

Siden både finanspolitikken og pengepolitikken påvirker den innenlandske økonomien, er det viktig at de to delene av den økonomiske politikken er tilpasset hverandre. Det er imidlertid en risiko for at det kan oppstå situasjoner der Norges Bank ut fra sin vurdering av de økonomiske utsiktene holder en høy rente, mens statsmyndighetene øker utgiftene på statsbudsjettet for å stimulere sysselsettingen. Dette er et reelt dilemma. Ut fra sitt mandat og ansvar kan Norges Bank trolig best møte denne utfordringen med å være åpen om sine analyser og reaksjonsmønstre, slik at statsmyndighetene kan ta hensyn til virkningen på Norges Banks rentesetting når vedtak om statsbudsjettet blir fattet.

Hvordan kan resultatene av pengepolitikken måles?

For Norges Bank er det viktig å kunne vurdere resultatene av pengepolitikken. Dette krever en bred vurdering. Det er ikke mulig å finne en enkel målformulering som samtidig er rasjonell og gjør det til en triviell oppgave å bedømme i ettertid om pengepolitikken har vært vellykket. Når et land har som mål for pengepolitikken å holde valutakursen fast, er det lite annet sentralbanken kan gjøre for å nå målet enn automatisk å reagere ved å endre renten eller kjøpe eller selge valuta. Det vil helst være svikt i andre politikkområder eller eksterne sjokk som bringer valutakursen vekk fra målet. Tradisjonelle fastkursregimer har dessuten en iboende svakhet ved at de kan invitere til spekulative angrep.

Heller ikke i land som retter pengepolitikken direkte inn mot å styre prisutviklingen, er det trivielt å måle hvordan sentralbanken løser sin oppgave. Prismålet er gjerne definert til å gjelde på mellomlang sikt. Det er sjelden eksakt, flere land opererer med en målsone eller et intervall for inflasjonen. Det vil oppstå forstyrrelser underveis som bringer prisveksten bort fra målet. Hvor raskt og hvor mye renten skal endres for å bringe inflasjonen i samsvar med målet, vil måtte vurderes skjønnsmessig. De realøkonomiske kostnadene som følger brå skift i renten, må veies opp mot risikoen for at tilliten til pengepolitikken kan bli svekket dersom den faktiske inflasjonen avviker mye og lenge fra de målene som er trukket opp. Kostnadene ved å holde fast ved et snevert mål som skal oppfylles til enhver tid kan bli høye, og undergrave den langsiktige stabiliteten i økonomien.

I Norge er målet for pengepolitikken knyttet til valutakursen, men uten at det er satt bestemte krav til utviklingen på kort sikt. Norges Bank vil, som nevnt innledningsvis, i utøvelsen av pengepolitikken legge vekt på to grunnleggende forutsetninger som må være oppfylt for å oppnå stabilitet i kronens verdi overfor europeiske valutaer. For det første må pris- og kostnadsveksten over tid ikke være høyere enn den veksttaket som eurolandene sikter mot. For det andre må ikke pengepolitikken i seg selv bidra til nedgangstid med deflasjon.

Utviklingen i de langsiktige rentene og rentekurven sier noe om hvordan inflasjonsforventningene utvikler seg. Prisen på norske kroner fram i tid sier noe om forventet valutakurs. Det er derfor mulig å danne seg et bilde av om den økonomiske politikken, herunder pengepolitikken, bidrar til å gi et godt nominelt ankerfeste ved å følge utviklingen i disse størrelsene. Stort eller økende omfang av indeksering av kontrakter og avtaler i nærings- og arbeidslivet vil være et tegn på at det ikke er tillit til den nominelle stabiliteten.

Utviklingen i inflasjonen og kronkursen kan gi mulighet for å vurdere i ettertid den pengepolitikken som har vært ført, i forhold til målet for pengepolitikken slik det er trukket opp i valutaforskriften. Men utviklingen i disse størrelsene kan også kaste lys over om andre deler av den økonomiske politikken har vært egnet. Det er grunn til å understreke at en bør vurdere utviklingen over en lengre

periode, gjerne 1-3 år. Resultatene av pengepolitikken som føres vil særlig avhenge av hvor raskt og hvor mye renten endres når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. En kan ikke bedømme resultatene bare ved å se på valutakurs- og prisutviklingen. En må også skjønnsmessig vurdere om valutakursen og inflasjonen kunne vært stabilisert med lavere realøkonomiske kostnader.

Hvis kronekursen er stabil om lag i utgangsleiet slik det er definert i valutakursforskriften, og inflasjonen er på linje med det eurolandene sikter mot, må en kunne si at pengepolitikken ut fra det mål som er satt, har vært vellykket. Med svak kurs og høy inflasjon, er det naturlig å stille kritiske spørsmål ved pengepolitikken. Den kan da ha vært for ekspansiv. Tilsvarende, med sterk kurs og med prisstigning nær null eller deflasjon, har trolig pengepolitikken vært for stram.

Dersom pris- og kostnadsveksten er på linje med det eurolandene sikter mot, er en grunnleggende forutsetning for kursstabilitet oppfylt. Kursen kan likevel bli ansett som "for sterk" eller "for svak" i forhold til utgangsleiet. Det kan skyldes at realøkonomiske forhold tilsier at kronen realappresierer eller realdepresierer. Bakgrunnen for slike kursendringer kan være at den kostnadsmessige konkurranseevnen til norsk næringsliv skal svekkes eller styrkes, og at likevektsleiet for kronekursen er endret. Norges Bank bør i en slik situasjon nøye ha vurdert årsakene til kursutviklingen. Dersom det var grunn til å tro at kursen varig ville forbli sterk eller svak, bør Norges Bank ha meldt fra til statsmyndighetene om at det var nødvendig med tiltak av andre enn banken.

Det kan tenkes situasjoner hvor renten måtte holdes høy, slik at den ville skape nedgangstid med deflasjon, for at kronen for en tid skulle holde en verdi på linje med utgangsleiet. Dette ville imidlertid neppe være en stabil situasjon. Så lenge de fundamentale forholdene ikke støtter opp under kronekursen i utgangsleiet, er det lite trolig at et slikt utfall vil vare ved. Normalt vil nedgangstid med deflasjon før eller senere gi opphav til svekket krone. Dersom pengepolitikken har bidratt til nedgangstider med deflasjon, kan den neppe sies å ha vært vellykket, selv om kronen for en tid har vært stabil i utgangsleiet, fordi det vil være skapt grunnlag for fremtidige svingninger i kursen. Tilsvarende vil en kronekurs i utgangsleiet kombinert med høy inflasjon ikke være opprettholdbart. Pengepolitikken kan neppe sies å ha vært vellykket i forhold til retningslinjene fordi den også i dette tilfellet må antas å ha vært med på å legge grunnlag for at kronekursen senere vil bli ustabil.

Norsk økonomi kan bli utsatt for økonomiske forstyrrelser som både bidrar til økt inflasjon og til midlertidig styrket kronekurs. Pengepolitikken bør i en slik situasjon ha søkt å motvirke at inflasjonen varig blir høyere, fordi høyere inflasjon gir grunnlag for senere ustabilitet i kronen. Norges Bank bør imidlertid i rimelig tid ha varslet statsmyndighetene, som også bør ha vurdert andre tiltak for å stabilisere den økonomiske utviklingen.

Norsk økonomi kan dessuten bli utsatt for negative hendelser som gir utsikter til nedgangstider med deflasjon samtidig som kronen svekker seg. For eksempel vil svikt i oljeprisen kunne påvirke økonomien i en slik retning. Pengepolitikken bør i ettertid vurderes ut fra om den har bidratt til å motvirke deflasjonstendensene. Også i en slik situasjon bør Norges Bank i rimelig tid ha varslet statsmyndighetene om at det er nødvendig med tiltak fra andre enn banken.

Petroleumsfondet og pengepolitikken

Norsk økonomi er liten og åpen. De sterke impulsene fra utlandet innebærer at konjunkturstyringen er ekstra utfordrende. Statens petroleumsfond spiller en viktig rolle for å stabilisere utviklingen i norsk fastlandsøkonomi. Gjennom Fondet blir en stor del av statens inntekter fra olje og gass investert i utlandet. Ved at valutainntektene plasseres i utlandet, opprettholdes balansen i markedet for norske kroner. Virkningen på kronekursen av svingninger i oljeprisen blir dermed dempet.

En del av oljeinntektene brukes til å finansiere utgiftene i statsbudsjettet. Også den delen av inntektene som oljeselskapene bruker i Norge, blant annet til å finansiere investeringer, har virkning på fastlandsøkonomien.

Den delen av statens oljeinntekter som ikke anvendes innenlands, går inn på Petroleumsfondets konto i Norges Bank. Norges Bank skaffer valuta tilsvarende avsetningene til fondet. Valutainntektene fra SDØE - statens direkte økonomiske engasjement i oljevirkksomheten - overføres direkte til Norges Bank. Resten kjøper Norges Bank i markedet. Fondets midler plasseres deretter i utlandet. Fondet plasserer også avkastningen i utlandet.

Oppbyggingen av Fondet ivaretar hensynet til fordeling av oljeinntektene mellom generasjoner og bidrar til stabilitet i statens finanser på lang sikt. Jo større fondet blir, desto mindre avhengige av petroleumsinntektene vil vi bli i fremtiden.

Petroleumsfondet skal dessuten virke som en buffer mot kortsiktige svingninger i oljeinntektene. Siden store deler av inntektene fra oljevirkksomheten tilfaller staten, vil svingninger i oljeprisen primært resultere i endringer i avsetningene til fondet. Siden Petroleumsfondet i sin helhet plasseres i utlandet, vil slike endringer i utgangspunktet ikke påvirke aktiviteten i økonomien. Dette gjør norsk økonomi mer robust overfor svingninger i oljeprisen og dermed mindre oljeavhengig, også på kort sikt.

Vi kan si at oljeinntektene kommer inn i norsk økonomi gjennom et ytre og et indre kretsløp (se figur 2). Skillet mellom det ytre og det indre kretsløpet er viktig for stabiliteten i valutakursen. Det innebærer blant annet at kortsiktige endringer i oljeprisen ikke skal påvirke innretningen av den økonomiske politikken. Hvis skillet mellom de to kretsløpene skulle bryte sammen, og bruken av oljeinntektene svinge mer i takt med oljeprisen, ville vi få en ustabil økonomi. Resultatet ville også være en ustabil valutakurs.

La oss anta at oljeprisen midlertidig øker med 10 kroner per fat, eller litt under halvannen dollar fatet. Det er en liten endring i oljeprisen, godt innenfor de normale variasjonene fra ett år til det neste. Statens inntekter - og dermed budsjettoverskuddet - vil da øke med rundt 8 milliarder kroner det første året og 10-11 milliarder kroner det neste året. Det tilsvarer nærmere 1 prosent av Norges årlige BNP. Hvis de økte inntektene blir tatt inn i økonomien gjennom økte utgifter eller reduserte skatter i statsbudsjettet, blir den samlede etterspørselen innenlands påvirket. Økte utgifter krever en økning i det offentlige bruk av realressurser - først og fremst arbeidskraft. Da er 1 prosent av BNP svært mye. Dersom økningen i oljeinntektene på denne måten brukes innenlands, tilsvarer det for eksempel nesten halvparten av den årlige veksten i fastlandsøkonomien i et normalår. Hvis også den private delen av økonomien vokser, og økonomien allerede er nær kapasitetsgrensen, vil en slik politikk raskt føre til et sterkt press på ressursene i økonomien. Det gir opphav til lønns- og prisstigning. En slik politikk vil også gi ustabile forhold i valutamarkedet. Tanken bak Petroleumsfondet er at inntektene fra en slik mindre økning i oljeprisen skal tilflyte fondet og plasseres i utlandet, og at økningen i oljeprisen ikke påvirker budsjettet forøvrig. I så fall vil de økte inntektene ikke påvirke den innenlandske økonomien, men investeres i utlandet gjennom Petroleumsfondet.

Samtidig vil en ekspansjon i finanspolitikken øke belastningen på pengepolitikken. Det syn vil kunne feste seg at den kostnadmessige konkurransevnen må svekkes for å få til den overføring av realressurser fra næringslivet til offentlig sektor som myndighetene legger opp til. Dersom det er tillit til pengepolitikken, vil markedet kunne forvente at kronekursen skal appresiere. Det vil kunne oppstå en situasjon der pengepolitikken ikke kan motvirke en appresiering av kronen uten samtidig å skape inflasjon. Det vil i så fall svekke grunnlaget for kursstabilitet.

Avslutning

I den økonomiske politikken i Norge er statsbudsjettet gitt i oppgave å stabilisere veksten i produksjonen og sysselsettingen. Petroleumsfondet skal virke som en buffer slik at svingninger i oljeinntektene til staten ikke påvirker fastlandsøkonomien, men bare kapitaleksporten til utlandet. De lokale og sentrale inntektsoppgjørene fastsetter lønnsutviklingen. I pengepolitikken rettes virkemidlene inn mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer.

Dersom statsbudsjettet stabiliserer den innenlandske økonomien, lønnsutviklingen holdes på linje med utviklingen i Europa, og svingningene i oljeinntektene ikke er større enn at Petroleumsfondet kan virke som buffer, vil det være gode utsikter til at Norges Bank gjennom pengepolitikken kan sikre stabil kronekurs.

Men utviklingen siden 1996 har vist at Norges Banks virkemidler ikke er tilstrekkelige til å holde kronekursen stabil når forutsetningene svikter. Norges Bank må derfor legge vekt på at den grunnleggende innenlandske forutsetningen for en stabil utvikling i kursen mellom kroner og euro blir oppfylt, nemlig at inflasjonen i Norge må være om lag på linje med det Den europeiske sentralbanken sikter mot.