

# Noen aktuelle pengepolitiske problemstillinger

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem. Generalforsamlingen i ACI Norge, Tromsø 19. august 2000

Først vil jeg takke for anledningen til å gå bredt gjennom utøvelsen av pengepolitikken i Norge. Det er naturlig å starte med en kort gjennomgang av grunnlaget for pengepolitikken. Deretter vil jeg gå inn på noen av de vurderingene og avveiningene som ligger bak Norges Banks aktuelle rentesetting. Til slutt vil jeg peke på noen strukturelle forhold som har vesentlig betydning for utviklingen i kapitalbalansen, og som kan kaste lys over forholdet mellom rentesettingen i Norge og den internasjonale renteutviklingen.

## Grunnlaget for pengepolitikken

Figuren viser bevegelsene i kronekursen fra 1980 til nå. Fra 1986 til i dag er det tre viktige veiskiller :

- Etter en siste devaluering i mai 1986 valgte norske myndigheter å holde kronen fast. De pengepolitiske myndighetene bandt seg til masten. Renten skulle fastsettes ensidig med sikte på å styre valutakursen innen snevre marginer. Verdien av kronen ble samtidig støttet med omfattende intervensjoner i valutamarkedet. Fastkurspolitikken ga en gradvis nedgang i prisveksten. Samtidig bidro en motsyklisk finanspolitikk til å gjøre det pengepolitiske valget mer troverdig, fordi arbeidsledigheten ble lavere enn den ellers ville blitt.
- I desember 1992 måtte fastkurspolitikken oppgis etter vedvarende uro og omfattende spekulasjoner i de europeiske valutamarkedene. Kronen holdt seg likevel stabil i årene etterpå, og Norges Banks reaksjonsmønster endret seg ikke vesentlig. Stabiliteten i kronen skyldtes i stor grad at norsk økonomi kom inn i en periode med balansert vekst. Finanspolitikken var godt tilpasset den økonomiske utviklingen. Lønnsveksten var moderat og oljeprisen var forholdsvis stabil. De pengepolitiske virkemidlene ledsaget bare denne utviklingen.
- Rundt årsskiftet 1996/97 ble kronen mer ustabil. Kronens verdi svingte kraftig, trass i mer aktiv bruk av pengepolitiske virkemidler for å dempe svingningene. Det har vært høy økonomisk aktivitet i Norge i denne perioden og sterk kostnadsvekst. Samtidig har svingningene i oljeinntektene vært betydelige, og uro i internasjonale finansmarkeder har smittet over på vår valuta.

Utviklingen siden årsskiftet 1996/97 viser at valutakursen ikke lenger er godt egnet som et operativt kortsiktig mål for pengepolitikken. Norges Bank kan ikke finstyre kronekursen. Når en sentralbank handler sin egen valuta for å påvirke kursleiet, kan aktørene spille på at valutakursen ikke reflekterer underliggende forhold i markedet. Med fri flyt av kapital kan dette utløse store kapitalbevegelser. Renten, som er bankens viktigste virkemiddel, har en mer indirekte og ikke så klart forutsigbar virkning på kronekursen. Samtidig kan kursen bli påvirket av en rekke forhold utenfor norske myndigheters rekkevidde og kontroll.

Statsmyndighetene har fastsatt mandatet for pengepolitikken. Forskriften lyder:

"Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken 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. 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."

Dette mandatet gir rom for skjønn i utøvelsen av pengepolitikken. Norges Banks har gjort rede for sin tolkning av valutakursforskriften blant annet i brev til Finansdepartementet 21. oktober 1999, det såkalte "budsjettbrevet". I skjønnsutøvelsen legger Norges Bank vekt på å oppfylle de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronekursen: For å oppnå kursstabilitet mot euro, må virkemidlene i pengepolitikken rettes inn slik at pris- og kostnadsveksten kommer ned mot den stigningen Den europeiske sentralbanken sikter mot. Samtidig må Norges Bank unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstid med deflasjon, fordi det kan svekke tilliten til kronen. Det er derfor ikke konflikt mellom å rette virkemidlene i pengepolitikken mot lav og stabil inflasjon og målet om stabilitet i kronekursen.

Banken har i det nevnte brevet også gjort rede for hovedtrekk i vårt reaksjonsmønster når pris- og kostnadsutviklingen og grunnlaget for kursstabilitet blir påvirket av ytre forhold.

Pris- og kostnadsveksten påvirkes av pengepolitikken gjennom flere kanaler. Når rentene øker, blir det mer lønnsomt å spare og å utsette forbruket til senere. Husholdningene som gruppe har større renteutgifter enn renteinntekter, slik at en renteøkning vil redusere disponibel inntekt. Verdien av husholdningenes formue vil bli mindre, fordi renteøkninger normalt fører til lavere boligpriser og svakere kursutvikling i verdipapirmarkedene enn ellers. Veksten i privat forbruk og realinvesteringer blir lavere. Lavere etterspørsel etter varer og tjenester vil kunne ha betydning for fortjenestemarginene i bedriftene.

Svakere vekst i innenlandsk etterspørsel og produksjon vil dempe veksten i etterspørselen etter arbeidskraft. Når virkningene av renteendringene når arbeidsmarkedet, vil lønnsveksten påvirkes. Utviklingen i lønnskostnadene har igjen betydning for inflasjonen.

En mer direkte kanal fra renteendring til pris- og kostnadsveksten går via valutakursen. Normalt vil en økt rente styrke valutakursen, slik at prisene på importerte varer - som utgjør om lag 40 prosent av varene og tjenestene i konsumprisindeksen - går ned. Endringen i valutakursen vil også påvirke inntjeningen i konkurranseutsatt næringsliv og bedriftenes evne til å øke lønningene.

Sammenhengen mellom rente og kronekurs er ikke stabil. Vi har erfart at en renteøkning kan svekke kronekursen dersom bedriftene og finansaktørene antar at renteøkningen svekker vekstgrunnlaget i økonomien vesentlig. Motsvarende vil en lav rente som bidrar til økt inflasjon medføre at kronen vil kunne fluktuere sterkt. Likevel - så lenge pengepolitikken bidrar til å stabilisere utsiktene for inflasjonen, vil vi i utgangspunktet kunne legge til grunn at en renteøkning styrker kronen og at en rentereduksjon svekker kronen.

I Norges Banks inflasjonsrapport fra desember i fjor, la vi fram noen beregninger basert på vår makromodell som illustrerte at en renteoppgang på 1 prosentpoeng kunne redusere prisveksten med knapt 1/2 prosentpoeng etter to år. En vesentlig del skyldes virkningen via valutakursen. I beregningene la vi til grunn udekket renteparitet. En renteøkning gir da en umiddelbar styrking av kronekursen, som er tilstrekkelig til at rentedifferansen til utlandet tilsvarer forventningene om fremtidig kursendring. Etter tre år er virkningen på prisveksten omtrent like stor, men innenlandske forhold får nå større betydning.

Det er publisert flere sammenlignende analyser av hvilken effekt en renteendring har på inflasjonen i forskjellige industriland. Ulike beregninger viser stor variasjon mellom land, og mellom ulike analyser.

I en rapport fra den Pengepolitiske komite i Bank of England illustreres virkningen av en renteøkning som varer i ett år ved simuleringer av bankens makroøkonomiske modell. Etter to år er inflasjonen redusert med 0,2 til 0,4 prosentpoeng, avhengig av de øvrige forutsetningene. Det legges vekt på at virkningene avhenger av blant annet tilstanden i økonomien og det pengepolitiske regimets troverdighet.

Beregninger i Sveriges Riksbank, presentert i deres inflasjonsrapport i desember i fjor, viser virkninger av samme størrelse som de engelske beregningene.

Det er ikke uvanlig at virkningene av økonomiske virkemidler er usikre. Tvert imot. Det tilsier at vi ikke kan finstyre den økonomiske utviklingen. Mulighetene for å lykkes øker ved å gå gradvis fram når den økonomiske utviklingen tilsier endringer i renten.

Selv om det er usikkert hvor raskt og hvor mye renteendringer påvirker inflasjonen, kan det ikke være tvil om at et økt rentenivå isolert sett vil redusere prisveksten. De nevnte undersøkelsene er nesten alle basert på økonomiske modeller som er tallfestet på grunnlag av historien. Det gjelder også bankens beregninger. Felles for modellene er at de dekker noen av de kanalene renter virker gjennom, men ikke alle. Det er flere forhold som tilsier at renteendringer kan virke raskere og sterkere på økonomien i Norge og i andre land nå enn tidligere.

Figuren illustrerer samvariasjonen mellom utviklingen i forventningsindikatoren og differansen mellom langsiktige og kortsiktige renter siden 1992. Forventningsindikatoren søker å kartlegge husholdningenes tillit til og forventninger om utviklingen i deres egen og landets økonomi og er en ledende indikator for privat konsum. Differansen mellom langsiktige og kortsiktige renter er en indikator for stramheten i pengepolitikken. En negativ differanse innebærer at kortsiktige renter er høyere enn langsiktige. Det kan tas som et uttrykk for at pengepolitikken er kontraktiv. Samvariasjonen mellom rentedifferansen og forventningsindikatoren kan tyde på at pengepolitikken, i hvert fall i noen situasjoner, kanskje har raskere og sterkere virkninger enn vi tidligere har regnet med.

Virkningene av pengepolitikken går via realøkonomien og valutakursen. Som jeg sa, har det tradisjonelt tatt tid før endringer i realøkonomien påvirker pris- og kostnadsveksten. Men dersom forventninger i større grad slår gjennom i husholdningenes og bedriftenes tilpasning, kan det føre til et raskere gjennomslag også på prisenivået. Dersom prisforventningene påvirkes, kan også virkningen via valutakursen bli sterkere, fordi lavere prisvekst isolert sett

tilsier en sterkere valutakurs. Det er derfor grunn til å tro at det finnes en tredje kanal - det vi kan kalle forventningskanalen - som pengepolitikken kan påvirke. Utviklingen i 1990-årene kan tyde på at denne kanalen blir stadig viktigere. Det er imidlertid vanskelig å tallfeste særlig nøyaktig hvordan pengepolitikken påvirker prisforventningene. Trolig er det her tale om nokså ustabile sammenhenger. De vil blant annet være avhengige av at det er tillit til gjennomføringen av pengepolitikken.

Hovedstyret i Norges Bank vurderer nå normalt renten åtte ganger i året på tidspunkter som er gjort kjent. I tillegg til rentebeslutningene, har det i etterkant av møtene også blitt opplyst hvilken vurdering banken har av den fremtidige rentesettingen. Etter det siste rentemøtet 9. august ble det gitt uttrykk for at "Etter dagens vedtak er renten satt opp med i alt 1,25 prosentpoeng siden årsskiftet. Med dette vil vi ha tatt vesentlige skritt i den rentetilpasning som er riktig på bakgrunn av analysene i Inflasjonsrapport 2000/2. Fortsatt er det likevel sannsynlighetsovervekt for at neste endring i renten vil være en økning".

Utover selve mandatet for pengepolitikken vil flere faktorer ha vesentlig betydning for de vedtak bankens organer vil fatte:

- bankens tolkning av mandatet,
- reaksjonsmønsteret i virkemiddelbruken slik det er gjort offentlig kjent,
- analysene i inflasjonsrapportene og
- vurderingene av den fremtidige rentesettingen.

Til sammen binder dette beslutningsgrunnlaget bankens organer om lag slik valutakursutviklingen gjorde i fastkurssystemet. Et innarbeidet handlingsmønster kan likevel brytes, men da bare i helt ekstraordinære tilfeller, f.eks. når stabiliteten i det finansielle systemet er alvorlig i fare.

Forutsigbarhet i sentralbankens adferd gjør usikkerheten mindre for alle aktørene i det økonomiske livet. Det gjør norsk økonomi mindre utsatt for tvil og spekulasjoner om rentesettingen, gir støtte til stabilitet i forventningsdannelsen og bidrar til jevnere utvikling i langsiktige renter. Kontinuitet og konsistens er derfor det beste bidraget Norges Bank kan gi til økonomisk stabilitet og kursstabilitet.

Men samtidig begrenses handlefriheten i rentepolitikken. Norges Bank kunne stått friere hvis vi hadde vært mindre åpne om reaksjonsmønsteret - hvis kortene ble holdt tettere til brystet. Vi kunne forsøkt å overraske aktørene i det økonomiske livet og da kanskje på kort sikt oppnå større virkninger av renteendringer. Men bedrifter og finansaktører vil etter hvert lære og søke å gardere seg. Resultatet ville på lang sikt bli mindre tillit til pengepolitikken, høyere renter og risikopremier, lavere investeringer og en ustabil valutakurs.

## Den økonomiske utviklingen

*Merknad: Figur 4. Effektiv valutakurs for EUR*

Det har vært store kursbevegelser mellom hovedvalutaene etter at euroen ble introdusert. Euroen har gjennomgående svekket seg i forhold til andre valutaer. Enkelte akademiske

arbeider tyder på at euroen er undervurdert. For eksempel antyder beregninger i et arbeidsnotat fra IMF at den nominelle likevektskursen ved introduksjonen av EURO ved årsskiftet 1998/99 var 1,26 dollar per EURO.

Forventningene i penge- og valutamarkedene kan tyde på at EURO vurderes å være undervurdert også i forhold til norske kroner. Anslag fra "marketmakere" viser at det forventes en svakere krone i forhold til EURO de neste 3 til 12 månedene.

Kronen har svekket seg mot andre valutaer siden årsskiftet. Det har vært en markert svekkelse mot blant annet amerikanske dollar og britiske pund. Svekkelsen i forhold til svenske kroner har vært noe mindre. Målt ved konkurransekursindeksen regnet som månedsgjennomsnitt har kronen aldri vært så svak som den var tidligere i sommer.

Vi kan avlede indikatorer som gir uttrykk for markedenes forventninger til fremtidig kursutvikling og inflasjon. De implisitte terminrentene kan tolkes som forventet nominell rente mellom to framtidige tidspunkter. For gitt forventet realrente kan terminrenten si noe om inflasjonsforventningene.

På lang sikt - opp mot ti år fram i tid - er det lite trolig at aktørene har bestemte forventninger om konjunktursituasjonen. Dersom likevektsrealrenten er lik mellom land, kan forskjellen mellom norske og utenlandske langsiktige terminrenter tolkes som forskjeller i forventet inflasjon pluss en eventuell risikopremie. Risikopremien kan blant annet skyldes at de norske finansmarkedene har begrensede volum. Den langsiktige terminrentedifferansen mellom Norge og Tyskland kan da tas som uttrykk for den forventede inflasjonsforskjellen mellom Norge og eurolandene i fremtiden - justert for risikopremie.

Figuren viser at terminrentedifferansen mellom Norge og Tyskland, differansen mellom de kortsiktige renten på framtidige tidspunkter, etter hvert blir nokså lav, og ikke særlig større enn for de andre nordiske landene. Jeg vil understreke at slike beregninger er usikre.

På bakgrunn av prisene på forskjellige valutaopsjoner kan vi beregne den implisitte sannsynlighetsfordelingen for kursen på norske kroner. Sterkt forenklet kan vi si at jo lengre til venstre figuren ligger i diagrammet, desto sterkere prises en fremtidig styrking av kronen inn. En slank og symmetrisk kurve - eller klokke - indikerer at usikkerheten om den fremtidige kronkursen vurderes å være relativt liten, og at risikoen for en svekkelse og styrking prises like høyt. Vi ser av figuren at den implisitte sannsynlighetsfordelingen for kronen har endret seg over tid. Usikkerheten knyttet til den fremtidige utviklingen i kronkursen synes å ha avtatt.

Den tilsvarende "klokken" for kursforholdet mellom euro og dollar tyder på at det hersker nokså stor usikkerhet om det framtidige kursforholdet mellom euro og dollar. Siden i fjor høst er usikkerheten om kursforholdet økt, samtidig som det forventes en svakere kurs på EURO i forhold til amerikanske dollar.

Vurderingen av de økonomiske utsiktene har endret seg de siste 18 månedene. For ett og et halvt år siden (i de første to inflasjonsrapportene i fjor) så vi for oss en vekstpause i fastlandsøkonomien. Vi var usikre på hvor lang tid det ville ta før nedgangen igjen ble snudd til vekst. Bakgrunnen var en særnorsk kostnadsvekst etter lønnsoppgjøret i 1998, lav

internasjonal etterspørsel i kjølvannet av Asiakrisen, lav oljepris og svak prisutvikling for andre norske eksportvarer samt store omstillinger innenfor viktige deler av industrien.

Vi la til grunn at risikoen for et sterkt tilbakeslag var relativt stor. Den største usikkerheten for rentesettingen var knyttet til utviklingen i skjermet sektor, der pris- og kostnadspresset fortsatt var sterkt. Et relativt stramt statsbudsjett for 1999 la i utgangspunktet forholdene til rette for å dempe veksten i skjermet sektor.

På bakgrunn av disse analysene og det vedtatte statsbudsjettet for 1999 varslet Norges Bank lettelser i pengepolitikken. Renten ble satt ned i 5 trinn med til sammen 21/2 prosentpoeng i løpet av de første ni månedene i fjor. Det bidro til å stabilisere norsk økonomi og derfor også kronen.

Utsiktene for verdensøkonomien og for Norge bedret seg uventet raskt. Det ser nå ut til at vekstpausen i norsk økonomi var over allerede i fjor sommer. Oppgangen i verdensøkonomien smittet over på norsk økonomi, gjennom sterk vekst i eksporten og høyere priser på norske eksportprodukter. Samtidig holdt etterspørselen i den skjermede delen av økonomien seg godt oppe. Det var også en glidning i statsbudsjettets utgiftsbevilgninger gjennom fjoråret.

Privat konsum fortsetter å øke. Realinvesteringene øker i tjenesteytende sektorer. Arbeidsledigheten holder seg lav.

Nedgangen i oljeinvesteringene gir omstilling og nedgang i produksjonen i deler av norsk industri. Utviklingen så langt tyder på at dette omslaget er blitt motsvar av fortsatt høy sysselsettingsvekst både i offentlig sektor, privat tjenesteyting og de delene av industrien som ikke er knyttet til oljevirkosomheten.

Bedriftenes finansielle stilling er imidlertid sårbar. Veksten i lønnskostnadene i siste halvdel av 1990 tallet har satt sine spor i lønnsomheten. Både i industri og i det øvrige næringsliv har lønnskostnadene i prosent av faktorinntekt økt siden midten av 1990-tallet.

Analysen i den siste inflasjonsrapporten tyder på at veksten i konsumprisene neste år og i 2002 kan bli i overkant av hva som er forenlig med stabilitet i valutakursen over tid. Risikoen for tiltakende lønn- og prisvekst har økt, mens risikoen for et markert tilbakeslag i økonomien de neste to årene nå synes liten.

På bakgrunn av utviklingen i norsk økonomi og utsiktene fremover satte Norges Bank opp signalrentene med 0,25 prosentpoeng med virkning fra 13.april, med 0,5 prosentpoeng fra 15.juni og med 0,5 prosentpoeng fra 10.august. Med dette har vi som nevnt tatt vesentlige skritt i den rentetilpasning som er riktig på bakgrunn av analysene i Inflasjonsrapport 2000/2. Tendensen i den økonomiske utviklingen og risikobildet gjør det likevel mer sannsynlig at neste endring i renten vil være en økning enn at det blir en reduksjon.

## Samspeilet i den økonomiske politikken

Erfaringene fra 1970- og 80-årene viser at pengepolitikken i lengden ikke egner seg til å styre konkurranseevnen eller størrelsen på den konkurranseutsatte sektoren. Hvis vi forsøker det, vil pengepolitikken bidra til ustabilitet. Slike grunnleggende realøkonomiske forhold kan derimot påvirkes gjennom finanspolitikken.

Selv om pengepolitikken ikke egner seg til å styre konkurranseevnen, kan endringer i kronekursen gi et tidlig varsel om at det konkurranseutsatte næringslivet er i ferd med å bli svekket - eller styrket - i kampen om realressursene. Når finanspolitikken lykkes i å jevne ut svingningene i innenlandsk etterspørsel og produksjon, og når inntektsdannelsen fungerer godt, blir det lagt et godt grunnlag for en stabil krone. Den viktigste forskjellen mellom Norge og land som har valgt å formulere et inflasjonsmål for pengepolitikken, er å finne i samspeilet mellom pengepolitikken og finanspolitikken.

## Oljefondets rolle

Norsk økonomi er liten og åpen. Svingningene i oljeprisen og oljeinntektene er en stor utfordring for norsk økonomisk politikk. Statens petroleumsfond spiller en viktig rolle for å stabilisere utviklingen i fastlandsøkonomien. Gjennom oljefondet 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 oljefondets konto i Norges Bank. Norges Bank skaffer valuta tilsvarende avsetningene til oljefondet. Valutainntektene fra SDØE - statens direkte økonomiske engasjement i oljevirkksomheten - overføres direkte til Norges Bank. Resten kjøper Norges Bank i markedet. Oljefondets midler plasseres deretter i utlandet. Oljefondet plasserer også avkastningen i utlandet.

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

Oljefondet skal dessuten virke som en buffer mot kortsiktige svingninger i oljeinntektene. Siden store deler av inntektene fra oljevirkksomheten tilfaller staten, vil svingninger i oljeprisen og oljeinntektene i første rekke resultere i endringer i avsetningene til oljefondet. Siden oljefondet 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. 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, ville en slik politikk raskt føre til et sterkt press på ressursene i økonomien. Det gir opphav til lønns- og prisstigning. En slik politikk ville også gi ustabile forhold i valutamarkedet. Tanken bak oljefondet er at inntektene fra en slik mindre økning i oljeprisen skal tilflyte oljefondet og plasseres i utlandet, og at økningen i oljeprisen ikke påvirker budsjettet for øvrig. I så fall vil de økte inntektene ikke påvirke den innenlandske økonomien, men investeres i utlandet gjennom oljefondet.

## Strukturelle trekk ved kapitalbalansen

Overskuddene på driftsbalansen overfor utlandet har sammenheng med de store inntektene fra eksport av olje og gass. Disse inntektene tilfaller staten og oljeselskapene, og den kapitalen som innbetales gir grunnlag for eksport av kapital til utlandet. Staten har de siste fem årene eksportert kapital blant annet gjennom investeringene i oljefondet.

Det er store underskudd på driftsbalansen om vi holder inntektene fra oljevirkosomheten utenfor. De siste årene har det likevel vært betydelig kapitalutgang fra enkelte sektorer i fastlandsøkonomien. Store formuesforvaltere som livselskapene og verdipapirfondene har bygget opp betydelige beholdninger av aksjer og obligasjoner i utlandet i siste halvdel av 1990-tallet. Porteføljeinvesteringene i utlandet gjenspeiler et ønske om å diversifisere. I perioden 1996-mai 2000 var kapitalutgangen fra oljefondet, forsikringsselskapene og verdipapirfondene til sammen 350 milliarder kroner. I samme periode var overskuddet på driftsbalansen 220 milliarder kroner.

Denne kapitalutgangen har i stor grad vært motsvart av at banker og andre norske bedrifter har tatt opp lån i utlandet. Norske banker har vært en betydelig importør av kapital fra utlandet. Netto kapitalinngang til bankene var rundt 140 milliarder kroner i denne perioden. Av dette var nesten halvparten kortsiktig kapital.

Etter 1995 har det skjedd en forskyvning i retning av økt utenlandsfinansiering i banksektoren. Bankene har finansiert den økende forskjellen mellom kundeinnskudd og utlån fra utenlandske kilder. Figur 12 viser at en stor del av utenlandsopplåningen har vært



kortsiktig. I 1998 avtok utlånsveksten og kundeinnskuddene økte, og veksten i bankenes utenlandsgjeld bremsset opp.

Vi har altså hatt en eksport av langsiktig kapital de siste årene som er vesentlig høyere enn overskuddet på driftsbalansen. Den sterke netto utgangen av langsiktig kapital fra private kan delvis reflektere at det norske kapitalmarkedet er tynt. Vi har et lite utviklet obligasjonsmarked og verdien av aksjene i det norske markedet er svært lavt i forhold til BNP.

Det er også verdt å merke seg at vi nå har svært lave realinvesteringer og liten vekst i produktiviteten i norsk industri, slik den på et svært usikkert grunnlag kan beregnes ut fra nasjonalregnskapet. Det er foreløpig få tegn til at "den nye økonomien" har nådd fram til denne delen av vårt næringsliv.

Tendensen til netto eksport av langsiktig kapital som tabellen viser, og de antydninger til forklaring som er gitt, kan kaste lys over at den effektive kronkursen har vært relativt svak de senere årene. Dette til tross for at vi har hatt store overskudd på driftsbalansen overfor utlandet og like høy eller høyere kortsiktig rente enn andre land.

Takk for oppmerksomheten.