

Konjunkturer og pengepolitikk

Sentralbanksjef Svein Gjedrem, Foredrag holdt på konjunkturmøte Handelsbanken i Bergen, 17. oktober 2002

Med forbehold om endringer under fremføringen.

Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet 18. september samt på tidligere foredrag.

For halvannet år siden vedtok Regjeringen og Stortinget nye retningslinjer for den økonomiske politikken.

Over tid skal bruken av oljeinntektene svare til den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet, det vil si 4 prosent av fondet. Bruken av oljeinntekter kommer til uttrykk i det strukturelle underskuddet på Statsbudsjettet utenom oljeinntekter. Det er dette strukturelle oljekorrigerede underskuddet som i følge handlingsregelen over tid skal være fire prosent av fondets verdi. Dette innebærer at de såkalte automatiske stabilisatorene får virke. Det betyr blant annet at en i en høykonjunktur lar økte skatteinntekter slå ut i bedret budsjettbalanse, og motsatt i en lavkonjunktur.

Norges Bank skal sette renten med sikte på lav og stabil inflasjon. Regjeringen har i Nasjonalbudsjettet gitt uttrykk for at det i første omgang er pengepolitikken som bør reagere hvis utsiktene for den økonomiske utviklingen endrer seg. Det kan likevel oppstå situasjoner der en aktiv bruk av budsjettpolitikken er påkrevet, enten fordi kapasitetsutnyttningen er særlig lav, eller fordi presset i økonomien er svært høyt.

Gjennomføringen av pengepolitikken er delegert til Norges Bank gjennom lov og forskrift. Bankens forståelse av forskriften er grunnlaget når vi setter renten. I tolkningen legger vi vekt på Regjeringens grunngeving for forskriften, på formålet slik det er uttrykt i det første avsnittet, og på vår kunnskap om sammenhengene mellom rente, kronekurs, produksjon, sysselsetting og inflasjon.

Den første setningen i mandatet omtaler kronens verdi. Stabilitet i kronens nasjonale verdi betyr at inflasjonen skal være lav og stabil. Lav og stabil inflasjon bidrar til økonomisk vekst og stabilitet i finans- og eiendomsmarkedet.

Forskriften sier også at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i kronens internasjonale verdi. Kronekursen svinger fra dag til dag, fra uke til uke og fra måned til måned. Vi har åpen handel med utlandet og frie kapitalbevegelser. Vi har ikke virkemidler til å finstyre kronekursen. Men når pengepolitikken sikter mot lav og stabil inflasjon, vil det bidra til stabil kronekurs over tid.

Hvis vi motvirker at kronen styrker seg når det er press i økonomien, reduserer vi muligheten for å holde inflasjonen i sjakk, og vi øker risikoen for svingninger i økonomien. Her må altså hensynet til stabilitet i kronens nasjonale verdi gå først.

Det første avsnittet i mandatet fremstår som et formål. Det siste avsnittet sier mer spesifikt hva Norges Bank skal gjøre. Inflasjonsmålet er satt til 2 ½ prosent.

Renten påvirker prisveksten gjennom virkningen på etterspørselen innenlands og gjennom virkninger på kursen på norske kroner.

Når renten øker, blir det mer lønnsomt å spare og mer kostbart å låne. Det demper forbruket og investeringene. I neste omgang bidrar lavere etterspørsel etter varer og tjenester til å dempe veksten i priser og lønninger.

Høyere rente gjør det mer attraktivt å plassere i norske kroner og låne i andre valutaer. Normalt vil derfor en høyere rente føre til en sterkere krone. Det gjør importerte varer billigere. I tillegg demper en sterkere krone aktiviteten, lønnsomheten og lønnsevnene i konkurranseutsatt næringsliv.

Det er viktig å være oppmerksom på sammenhengene mellom sysselsetting, produksjon og inflasjon. Hvis det er knapphet på arbeidskraft og andre realressurser, vil en stram pengepolitikk redusere inflasjonen gjennom virkningene på samlet etterspørsel. Og omvendt, når det er stor arbeidsledighet, vil lav rente stimulere etterspørselen og holde lønnsveksten og inflasjonen oppe. Når vi retter pengepolitikken inn mot å stabilisere inflasjonen, vil vi derfor også bidra til stabilitet i samlet produksjon og sysselsetting.

Pengepolitikken bestemmer det gjennomsnittlige nivået på inflasjonen. Produksjonen bestemmes av tilgangen på arbeidskraft, kapital og teknologi, og av produktivitetsutviklingen. Arbeidsledigheten bestemmes i det lange løp av strukturene i arbeidsmarkedet og av lønns- og inntektsdannelsen. Forsøk på å øke produksjonen utover den samlede kapasiteten i økonomien vil føre til inflasjon.

Det pengepolitikken kan gjøre, er å bidra til en mest mulig stabil utvikling uten unødig store svingninger i produksjon og sysselsetting. Hvis lønningene vokser mer enn det er grunnlag for, går sysselsettingen ned og arbeidsledigheten vil etter hvert øke. Pengepolitikken kan ikke hindre en økning i ledigheten som skyldes et slikt lønnsdrevet kostnadssjokk.

Inflasjonsmålet gir en ramme som sikrer at økonomien har et nominelt ankerfeste.

Når myndighetene delegerer utøvelsen av pengepolitikken til en sentralbank etter et fastsatt mandat, bidrar det til å sikre troverdighet, tillit og konsistens, fordi sentralbanken er bundet av sitt mandat. Det gjør pengepolitikken mer effektiv, og øker også muligheten for at pengepolitikken kan bidra til stabilitet i økonomien. Dette er trolig hovedårsaken til at gjennomføringen av pengepolitikken er delegert til en sentralbank i alle land vi kan sammenligne oss med.

Når det er tillit til at pengepolitikken bidrar til lav og stabil inflasjon over tid, kan pengepolitikken på kort sikt - under bestemte forutsetninger - bidra til å jevne ut svingningene i produksjon og etterspørsel.

På kort sikt er det en avveining mellom hensyn til stabilitet i inflasjonen på den ene siden, og på den andre siden hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting. En aggressiv

pengepolitikk vil raskt bringe inflasjonen til målet. Det gir store svingninger i realøkonomien. Renten kan også endres mer gradvis. Det gir mindre utslag i realøkonomien, men større svingninger i inflasjonen. Ved å påvirke prisveksten over tid, unngår vi at en for aggressiv pengepolitikk i seg selv påfører økonomien unødige forstyrrelser.

Pengepolitikken virker med et 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 inflasjonsmålet.

Det kan likevel tenkes at dersom prisveksten skulle være svært høy, og den økonomiske utviklingen samtidig svak, vil vi kunne velge å bruke noe lenger tid enn to år på å nå målet om en prisvekst på 2½ prosent.

Valget av tidshorisont for pengepolitikken gjenspeiler at det er realøkonomiske kostnader forbundet med å få inflasjonen raskt tilbake til målet. Indirekte er denne horisonten et uttrykk for avveiningen mellom hensynet til stabil produksjon på den ene siden og lav og stabil inflasjon på den andre siden.

I Norges Banks siste inflasjonsrapport fra 3. juli i år ble veksten i konsumprisene, med uendret rente på 6,5 prosent og uendret kronekurs på gjennomsnittet for kursen andre kvartal, anslått til 2¾ prosent i midten av 2004. Foliorenten ble hevet med 0,5 prosentpoeng, til 7 prosent på rentemøte samme dag.

Vi la også fram anslag for inflasjonen med en kurs lik gjennomsnittet for juni og en rente på 7 prosent. I sommer var kronen i dette leiet.

Konsumprisene økte noe mer enn ventet i juni og juli, men kom tilbake til det nivået vi har ventet i august og september. Justert for endringer i avgifter og uten energivarer var veksten i konsumprisene 2,2 prosent i september.

Aktiviteten i norsk økonomi er høy. Blant annet har årets lønnsoppgjør gitt husholdningene en kraftig vekst i realinntekter. Oljenæringen nyter godt av en høy oljepris. Det er høye oljeinvesteringer. Driftsutgiftene i oljesektoren er trolig høye. Det er også vekst i offentlig tjenesteyting, i deler av privat tjenesteyting og i bygg- og anlegg.

For øvrige deler av norsk næringsliv er bildet mer blandet. Den nye økonomien, post, media, konsulentbransjen og deler av samferdselssektoren opplever vanskelige tider. Deler av industrien sliter.

De økonomiske utsiktene er svakere ute. Dette, sammen med den sterke kronen, forklarer den svake utenlandske etterspørselen etter norske varer og tjenester.

Boligprisene øker fortsatt, men veksten er noe lavere enn tidligere. Det siste året har kredittveksten ligget i overkant av 11 prosent. Særlig husholdninger med midlere inntekter låner mye. Husholdningenes finansielle sparing (nettofinansinvesteringer) har falt til nær null de siste par årene. Med lite ledige ressurser i norsk økonomi vil sterk vekst i husholdningenes forbruk bidra til et fortsatt press på priser og lønninger. Tallene for detaljhandelen i sommer viser ikke et slikt bilde. Fallet i aksjekursene og bedriftsverdier kan

bidra til at inntektene i de rikeste husholdningene ikke vokser like mye i år som tidligere. Som så ofte før kan tall fra ulike kilder sprike. Vi har klare holdepunkter for å anta at husholdningenes inntekter øker betydelig. Samtidig er altså den finansielle sparingen trolig lav. Samlet tyder dette på at veksten i husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester mest sannsynlig holder seg høy. En større del av etterspørselen retter seg trolig mot utlandet.

Stabil valutakurs og kostnadsveksten hos våre handelspartnere var lenge ankerfestet for lønnsdannelsen. Men siden 1998 har veksten i lønnskostnadene i Norge vært rundt 2 prosentenheter høyere enn blant våre handelspartnere. Den høye lønnsveksten rammer industrien hardt, sammen med dårlige tider ute og en sterk krone.

Samlet ser det ut til at lønningene i Norge vil stige vel 15 prosent mer enn ute i årene fra og med 1998 til 2003. Kronen er nå rundt 9 prosent sterkere enn gjennomsnittet for 90-tallet. Styrkingen av kronen er trolig reversibel, men det tapet av konkurransevne og arbeidsplasser som skyldes den særnorske lønnsveksten, er vanskelig å hente inn.

Utviklingen i rentedifferansen mellom Norge og utlandet har bidratt til styrkingen av kronen. Renteforskjellen reflekterer høy vekst i den samlede etterspørselen og høy lønnsvekst. Det er en sammenheng mellom lønnsvekst, renteforventninger og kronekurs. Styrkingen av kronekursen demper inflasjonen, og svekker samtidig lønnsomheten, sysselsettingen og lønnsevnene i konkurranseutsatte virksomheter.

Utviklingen i verdensøkonomien og i de internasjonale finansmarkedene kan også ligge bak styrkingen av kronen i det siste. Når aksjekursene nå har falt så mye, ser investorene seg om etter en "trygg havn". Da kan norske kroner, med relativt høy rente og oljerikdom, fremstå som et attraktivt alternativ. Å investere i norske kroner kan oppfattes å være en god gardering mot en lavkonjunktur i verdensøkonomien som skyldes høy oljepris og krigsfrykt. Det er likevel risiko forbundet med å investere i norske kroner. Norske pengemarkeder er lite likvide, og dersom noe skulle tilsi at det er fornuftig å trekke seg ut av norske kroner, kan det bli trangt i utløpet av havnen. De som har plassert i kroner, påtar seg derfor en betydelig risiko knyttet til den relativt dårlige likviditeten i kronemarkedet.

Aksjekursene falt kraftig i sommer. Det er flere årsaker til fallet, blant annet dårligere vekstutsikter ute. Utviklingen i sommer tyder på at oppgangen i verdensøkonomien kan bli svakere og komme senere enn vi tidligere har ventet.

Fallet i aksjekursene vil dempe veksten i det private forbruket og i økonomien for øvrig. Beregninger fra OECD tyder på at det er i USA virkningene av aksjekursfallet på forbruket og BNP er størst.

Et kraftig fall i aksjekursene vil bidra til å dempe aktiviteten også i norsk økonomi. Husholdninger som eier aksjer får redusert sin formue, og de vil redusere sitt forbruk. Det blir også mindre attraktivt å investere i ny produksjonskapasitet. Utviklingen i aksjekursene kan dessuten virke negativt på bedriftenes og husholdningenes forventninger.

Fallet i aksjemarkedene gir store tap for blant annet forsikringsselskaper og pensjonsfond. Dette tapet vil bli veltet over på kundene. Høy avkastning holdt pensjonspremiene nede på

slutten av 1990 - tallet. Nå merker blant annet mange kommuner tapene gjennom økte innbetalinger til Kommunal Landspensjonskasse.

Oljeprisen har økt kraftig i 2002. En av forklaringene er fare for krig i Irak. De strategiske lagrene er bygget kraftig opp i USA, mens de private lagrene i USA er lave. Forventede fremtidige oljepriser ligger noe over det vi la til grunn i forrige inflasjonsrapport.

En økning i oljeprisen på 10 dollar fatet i ett år vil gi en økning i den globale inflasjonen på rundt 1 prosent, og medfører et fall i BNP-veksten på ca. 0,5 prosent. Selv om oljeprisens betydning for verdensøkonomien har avtatt i forhold til 1970- og 1980-tallet, vil en høy oljepris over en lengre periode ha vesentlige virkninger for veksten i verdensøkonomien.

De internasjonale konjunktorene er svake samtidig som oljeprisen er høy. Det bidrar til at veksten hos våre handelspartnere og markedene for norsk eksportindustri svekkes. Samtidig får deler av norsk økonomi en stimulan.

Norges Banks Hovedstyre fattet ikke vedtak om å endre renten på hovedstyremøtet 18. september. Norges Banks styringsrente, foliorenten, ble dermed opprettholdt på 7 prosent. Med uendret rente så Norges Bank det som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2 ½ prosent som at den blir lavere. Vi viste til at en høy vekst i lønnskostnadene bidrar til en relativt høy prisstigning for varer og tjenester som produseres i Norge. Samtidig vil en vedvarende sterk krone bidra til å holde prisen på importvarer nede. Den sterke kronen vil også få konsekvenser for aktiviteten i det konkurranseutsatte næringslivet. Den sterke kronen er, sammen med utsikter til lav inflasjon ute, den viktigste motvekten mot den kraftige veksten i innenlandske kostnader.

I Regjeringens forslag til Statsbudsjett for 2003 legges det opp til en reell økning i bruken av oljeinntekter på om lag 2 milliarder kroner fra 2002 til 2003. Dette innebærer et strukturelt, oljekorrigert underskudd i 2003 på vel 30 milliarder kroner. Målt som andel av BNP for Fastlands-Norge øker det strukturelle underskuddet med bare drøyt 0,1 prosentpoeng fra 2002 til 2003. Økningen av dette underskuddet var 0,4 prosentpoeng i år. Budsjettforslaget innebærer at veksten i Statsbudsjettets utgifter går ned fra 2002 til 2003, både reelt og målt i løpende priser.

De samlede skatte- og avgiftslettelsene er i 2003 om lag 10,6 milliarder kroner. Største delen av dette knytter seg til tidligere vedtak som får full virkning i 2003.

Virkningene av Statsbudsjettet for 2003 for utviklingen i de størrelsene som påvirker pengepolitikken og renteutviklingen vil bli bygget inn i analysen i Inflasjonsrapport 3/02, som legges fram 30. oktober.