

Inflasjonsmålet og samspillet i den økonomiske politikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Foredrag holdt i Finansgruppen på Norges Handelshøyskole i Bergen, 16. 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.

Pengepolitikken utøves av Norges Bank etter retningslinjer (forskrift) fastsatt av Regjeringen. Det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken er renten på bankenes innskudd i Norges Bank (foliorenten). Foliorenten danner et gulv for de kortsiktige rentene i pengemarkedet og påvirker bankenes utlåns- og innskuddsrenter. Norges Banks hovedstyre vurderer renten i et eget møte hver 6. uke.

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.

Når bruken av oljeinntekter knyttes til det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet, får de såkalte automatiske stabilisatorene virke. Det betyr blant annet at en i en høykonjunktur lar økte skatteinntekter slå ut i bedret budsjettbalanse, og motsatt i en lavkonjunktur.

Norges Banks skal sette renten med sikte på lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er 2½ prosent.

Det er gode grunner til at pengepolitikken rettes inn mot å holde inflasjonen lav og stabil. Høy inflasjon koster. Husholdninger og bedrifter blir mer usikre på sine fremtidige inntekter og utgifter. Det gir opphav til feilinvesteringer og større svingninger i økonomien. Det er like viktig å unngå deflasjon - nedgang i prisene - fordi det lett går hånd i hånd med, og kan forsterke, nedgangstider i økonomien.

Lav og stabil inflasjon sikrer at endringene i relative priser kommer tydelig fram for husholdningene og bedriftene. Det gjør det enklere å fatte riktige beslutninger, og det bidrar til mer stabile priser i finansmarkedene og i eiendomsmarkedene enn ellers. Det er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til vekst og stabilitet i økonomien.

Vi har hatt fire perioder med virkelig høy inflasjon de siste 100 årene, under de to verdenskrigene og Koreakrigen, samt en 15 års periode fra første halvdel av 1970-årene til andre halvdel av 1980-årene. Virkelig høy inflasjon er i Norge et krigsfenomen og et 1970- og 80-tallsfenomen. I kjølvannet av den høye inflasjonen har vi opplevd store realøkonomiske tap og finansiell ustabilitet. Inflasjonen kostet dyrt.

Den fjerde perioden med høy inflasjon var ulik de tre foregående. I 1970- og 80-årene tiltok inflasjonen gradvis. Den ble ikke så høy som under verdenskrigene, men det tok lang tid før inflasjonen kom ned. Etterkrigstidens fastkurssystem, det såkalte Bretton Woods-systemet, brøt sammen i 1971. Et par år senere kom Yom Kippur-krigen, med OPEC-landenes leveransestopp og den første oljekrisen. Den kraftige økningen i oljeprisen ga et fall i veksten i produktiviteten og førte til stagnasjon og økt arbeidsledighet i de vestlige økonomiene. Samtidig fikk inflasjonen feste i mange land.

I Norge ble velferdsstaten og overføringene til næringslivet bygget raskt ut, blant annet fordi vi ventet store framtidige oljeinntekter. Den økonomiske politikken søkte å bygge bro over det som var ventet å bli en midlertidig nedgang i verdensøkonomien. Det førte til en kamp om realressursene i økonomien, mellom næringslivet og det offentlige, og mellom konkurranseutsatt og skjermet sektor.

Den økonomiske utviklingen i Norge ble preget av høy og variabel inflasjon. Det ga store svingninger også i produksjon og sysselsetting. Med lavrentepolitikk og devalueringer festet inflasjonen seg.

Norsk økonomi manglet et nominelt ankerfeste under lavrente- og devalueringsperioden på 1970- og 80-tallet. Fastkurspolitikken fra 1986 gjenreiste pengepolitikken og la et grunnlag for en mer stabil økonomisk utvikling senere. Med fri flyt av kapital, dype kapitalmarkeder og innfasingen av oljeinntektene i norsk økonomi er det riktig å styre renten etter et inflasjonsmål.

Renten påvirker prisveksten gjennom virkningen på etterspørselen innenlands og gjennom virkninger i markedet for norske kroner.

Når renten øker, blir det mer lønnsomt å spare og mer kostbart å låne. Det demper forbruket og investeringene og dermed den samlede etterspørselen. I neste omgang bidrar lavere etterspørsel 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 lønnsnivået 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.

På lang sikt bestemmer pengepolitikken det gjennomsnittlige nivået på inflasjonen. Produksjonen bestemmes av tilgangen på arbeidskraft, kapital og teknologi, og av produktivitetsutviklingen. Forsøk på å øke produksjonen utover den samlede kapasiteten i økonomien, vil i lengden føre til inflasjon.

Det pengepolitikken kan gjøre, er å bidra til en mest mulig stabil utvikling, uten unødig store svingninger i produksjon og sysselsetting. Den samlede sysselsettingen påvirkes også av lønnsdannelsen. 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 beslutningstagerne i 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.

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 kapasitetsutnyttingen er særlig lav, eller fordi presset i økonomien er svært høyt.

Ulike forhold kan føre til at samspillet mellom penge- og finanspolitikken ikke fungerer. Et godt samspill bygger på at de organene som treffer beslutningene, er seg bevisst hvordan egne beslutninger påvirker de beslutningene de andre vil ta. Hvis ikke denne erkjennelsen er

til stede, vil ikke resultatet av egne beslutninger bli slik man selv hadde planlagt. Økonomien vil kunne bevege seg i en svært lite gunstig retning, med høye renter, lav økonomisk vekst og svekkelse av statens finansielle stilling.

Uten koordinering kan likevel resultatet bli godt hvis finanspolitikken opptrer som "leder" og pengepolitikken som "følger", for å bruke uttrykk fra spillteorien. De finanspolitiske myndigheter kan internalisere det pengepolitiske reaksjonsmønsteret. Handlingsmønsteret til sentralbanken må da være kjent, slik at de finanspolitiske myndighetene kan ta hensyn til det.

Når reaksjonsmønsteret i pengepolitikken er kjent og ligger fast over tid, kan partene i arbeidslivet tilsvarende ta hensyn til en eventuell pengepolitisk reaksjon når lønningene fastsettes. "Lederen" i samspillet - det vil si partene i arbeidslivet - kan ta hensyn til "følgerens" - det vil si Norges Banks - reaksjoner. Dette synspunktet er mest relevant når lønnsdannelsen er sentralisert. Med en desentralisert lønnsdannelse vil pengepolitikken i stedet påvirke lønnsveksten via markedsmekanismene, gjennom å stabilisere samlet etterspørsel. En forutsetning for et godt samspill er at pengepolitikken er kjent og ligger fast.

Utfallet av årets oppgjør, som i gjennomsnitt ga en lønnsvekst på 5 ¼ prosent, tyder på at partene ikke har internalisert det pengepolitiske reaksjonsmønsteret. Kanskje står valget av forbundsvis oppgjør og de store tilleggene utenfor LO-NHO-området i veien. Den høye lønnsveksten også for grupper som får sin lønn fastsatt gjennom individuelle avtaler tyder på at arbeidsmarkedet har vært stramt. Utviklingen i funksjonærlønningene kan imidlertid også være uttrykk for at styringen av kostnadene i bedrifter og virksomheter er svak etter en lang oppgangskonjunktur.

I det lange løp må lønningene stå i forhold til de verdiene som skapes av de sysselsatte. Veksten i reallønningene bestemmes derfor over tid av utviklingen i arbeidskraftens produktivitet.

Hvis den historiske produktivetsveksten varer ved, vil en vekst i lønnskostnadene rundt 4½ prosent på lang sikt være forenlig med inflasjonsmålet. Utviklingen vi har sett i inntektsoppgjørene de siste årene er ikke i samsvar med en slik balanse. Til nå har virkningene av den høye lønnsveksten på prisstigningen blitt motvirket av lav importert prisvekst.

Med lite ledige ressurser i norsk økonomi bidrar sterk vekst i husholdningenes forbruk til press på priser og lønninger.

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. Utviklingen i kronen er trolig reversibel, men det tapet av konkurranseevne 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. I år synes særlig utviklingen i lønnsoppgjøret å ha trukket renteforventningene opp og dermed bidratt til sterkere krone. Det er en sammenheng mellom lønnsvekst, renteforventninger og kronekurs. Styrkingen av kronekursen demper inflasjonen, og svekker samtidig lønnsomheten, sysselsettingen og lønnsevnen 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.

Det har vært en betydelig oppgang i oljeprisen siden nyttår, og det kan se ut til at den sterke oppgangen i år har kommet sammen med styrkingen av kronekursen. Selv om det ikke er noen klar sammenheng mellom utviklingen i oljeprisen og utviklingen i kronekursen, er det mulig at situasjonen i Midt-Østen har virket på kronen den siste tiden.

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 har kronen vært 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 konsumprisene i september 2,2 prosent høyere enn i september i fjor.

Norges Banks Hovedstyre fattet ikke vedtak om å endre renten på det siste 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 2½ 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 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.