

Aktuelle pengepolitiske spørsmål

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Foredrag holdt ved Universitetet i Tromsø og i Sparebank1 Nord-Norge, Tromsø, 20. september 2002

Med forbehold om endringer under fremføringen.

Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i Hovedstyret 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 (foliorenten) i Norges Bank. 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.

Banken skal utøve sin virksomhet i samsvar med de økonomisk-politiske retningslinjene som er fastlagt av statsmyndighetene, og i samsvar med de internasjonale forpliktelser landet er bundet av.

For halvannet år siden vedtok Regjeringen og Stortinget nye retningslinjer for den økonomiske politikken. Det ble trukket opp en plan for bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet. Statens oljeinntekter plasseres i Statens Petroleumsfond. Planen er hvert år å bruke den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet, det vil si 4 prosent av fondet. Regjeringen fastsatte samtidig et nytt operativt mandat for pengepolitikken. Norges Banks skal sette renten med sikte på lav og stabil 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.

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.

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. Dessuten er stabilitet i kronens internasjonale verdi avhengig av at vi har lav og stabil inflasjon, når andre land følger en slik linje.

Gjennomføringen av pengepolitikken er delegert til Norges Bank. 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.

Renten påvirker prisveksten indirekte via innenlandsk etterspørsel og ved å påvirke kronekursen.

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 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. Når vi retter pengepolitikken inn mot å stabilisere inflasjonen, vil vi derfor også bidra til stabilitet i samlet produksjon og sysselsetting.

Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir høyere enn 2½ prosent, vil renten bli satt opp. Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir lavere enn 2½ prosent, vil renten bli satt ned. En slik pengepolitikk vil normalt også bidra til å stabilisere produksjonen og sysselsettingen.

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.

På lang sikt bestemmer pengepolitikken det gjennomsnittlige nivået på inflasjonen. Produksjonen bestemmes av tilgangen på arbeidskraft, kapital og teknologi, og av produktivitetsutviklingen.

Pengepolitikken kan ikke påvirke samlet produksjon og sysselsetting på lang sikt. Forsøk på å øke produksjonen utover det 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.

Innfasingen av oljeinntektene i statsbudsjettet skal tilsvare den forventede avkastningen av petroleumsfondet.

Mesteparten av innfasingen av oljeinntektene kommer i de neste ti årene. Med en avkastning av oljefondet på 4 prosent vil bruken av oljeinntektene øke til nærmere 5 prosent av BNP for Fastlands-Norge i 2010.

Finanspolitikken påvirker fordelingen av ressurser i økonomien. Økt bruk av oljeinntekter må - annet like - føre til økt ressursbruk i offentlig og privat tjenesteyting og mindre ressursbruk i det konkurransutsatte næringslivet.

Handlingsregelen ble fulgt nøye i statsbudsjettet for 2002. Offentlige utgifter vokser med 7 prosent fra i fjor til i år. Det er vesentlig sterkere enn veksten i verdien av BNP i den private delen av fastlandsøkonomien, som kan anslås til rundt 4 prosent.

Den reelle veksten i offentlig forbruk er anslått til 1½ prosent. Det blir altså bare en moderat vekst i den offentlige tjenesteproduksjonen, selv om staten øker sine bevilgninger sterkt.

Forklaringen er at kostnadene ved å produsere offentlige tjenester stiger mye. Det gjenspeiler dels den høye lønnsveksten i offentlig sektor. Dessuten vokser overføringene til husholdningene i våre sosiale ordninger betydelig. Mesteparten av den høye veksten i statlige bevilgninger ender derfor opp som sterk vekst i husholdningenes forbruk, mens veksten i den offentlige tjenesteproduksjonen er moderat. Det må vi nok også regne med når de offentlige bevilgningene vokser mye i en økonomi uten ledige ressurser.

I budsjettpolitikken kan det bli lagt vekt på å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet.

Det er overlapp mellom oppgavene som pengepolitikken og finanspolitikken er ment å utføre. Dette gjør det naturlig å stille spørsmål om det er behov for å koordinere beslutningene i finans- og pengepolitikken.

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 resultatet likevel 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.

Partene i arbeidslivet kan tilsvarende ta hensyn til en eventuell pengepolitisk reaksjon når lønningene fastsettes.

"Lederen" i samspeillet - 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 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.

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 7 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.

Det er grunn til å merke seg at lønnsveksten kan se ut til å tilta i en periode med en - riktignok svak - økning i arbeidsledigheten. Årets lønnsoppgjør kan tyde på at lønnsdannelsen endrer seg, slik at utviklingen i arbeidsledigheten blir tillagt mindre vekt når lønnstilleggene avtales.

Når det skjer uventede skift oppover i lønnskostnadene, må renten settes opp for å unngå inflasjon. En økning i lønningene utover det som er forenlig med inflasjonsmålet vil over tid gi økt rente, lavere sysselsetting og høyere arbeidsledighet. Det er en sammenheng mellom lønnsvekst og rentenivå. Jo lavere lønnsvekst, jo lavere rente, og omvendt. Forskjellene mellom rentenivåene i ulike land gjenspeiler langt på vei forskjeller i lønnsveksten. Det ene ytterpunktet er Japan med null rente og ingen lønnsvekst. De andre ytterpunktene er Island og Norge med høy rente og høy lønnsvekst. Bak den særnorske lønnsveksten er et stramt arbeidsmarked. I andre land er situasjonen en annen, med svak økonomisk utvikling og avtakende inflasjon. Det fører til at renten er høyere i Norge enn i andre land.

Det som har drevet kronekursen de siste to årene er den høye og økte rentedifferansen mellom Norge og utlandet som gjenspeiler den særnorske lønnsutviklingen.

Renteforskjellen reflekterer høy etterspørselsvekst og høy lønnsvekst. Det er en sammenheng mellom lønnsvekst, renteforventninger og kronekurs. Styrkingen av kronekursen demper inflasjonen, og svekker samtidig lønnsomheten, sysselsettingen og lønnsevnen i konkurranseutsatte virksomheter.

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 denne 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 likevekt.

Til nå har virkningene av den høye lønnsveksten på prisstigningen blitt motvirket av lav importert prisvekst. Men dette er ikke nødvendigvis varig.

Når den reelle veksten i lønningene er større enn veksten i produktiviteten, svekkes lønnsomheten i bedriftene. Bedriftene vil ansette færre og si opp flere.

Ser vi på de siste tretti årene, er industrien blitt bygget ned i bølger. Særlig i årene fra 1977 til 1984 og fra 1987 til 1992 var det kraftig avskalling. I forkant var lønnsomheten i industrien blitt svekket. Det kan ta tid før en slik svekkelse slår ut i lavere produksjon og sysselsetting. Men når omslaget først kommer, skjer det gjerne raskt og kraftig.

Vi er trolig nå inne i en ny periode med avskalling. Det er flere forhold som trekker i den retningen:

- Industrisysselsettingen vil reduseres i årene fremover, blant annet som følge av ventet nedgang i petroleumsinvesteringer og en noe høyere produktivetsvekst i industrien enn i andre næringer. Også i andre OECD land er det en langsiktig tendens til lavere sysselsetting i industrien.
- Kostnadene i industrien har økt kraftig fra 1998 som følge av høy lønnsvekst. Styrkingen av kronen har forsterket forverringen av den kostnadmessige konkurransevnen.
- Handlingsregelen innebærer at konkurranseutsatt sektor blir utsatt for et ytterligere press, og vil over tid føre til omstillinger og overføring av ressurser fra konkurranseutsatt sektor til skjermede næringer.
- Reaksjonsmønstrene i den økonomiske politikken kan være noe annerledes enn før. Tidligere ble høy lønnsvekst og tendens til overoppheting i økonomien møtt med innstramning i offentlige budsjetter. Nå får pengepolitikken i noe større grad støytten. Dette kan tidvis føre til sterk kronekurs.

Kronen er fleksibel i begge retninger. Den vil ikke vedvarende styrke seg. Varig lavere lønnsvekst vil gå hånd i hånd med mindre forskjell i renten og det kan snu utviklingen i kronekursen.

Det konkurranseutsatte næringslivet vil få et særskilt løft dersom lønnsveksten skulle avta. Renten vil kunne settes ned. Kronen vil kunne svekkes slik at inntjeningen og sysselsettingen styrkes ytterligere.

Utviklingen i sommer tyder på at oppgangen ute kan bli svakere og komme senere enn vi tidligere har ventet. Aksjekursene har falt markert. Fallet i aksjekursene vil dempe veksten i det private forbruket og i økonomien for øvrig.

Nå er de internasjonale konjunktorene svake samtidig som oljeprisen er høy. Dette bidrar til at veksten hos våre handelspartnere og markedene for norsk eksportindustri svekkes samtidig som deler av norsk økonomi får en stimulans.

I de tre nordligste fylkene samlet har offentlig sektor en mer dominerende rolle enn ellers i landet målt i antall arbeidstakere tilknyttet de ulike næringene. Når vi ser de tre fylkene samlet er næringer som industri og forretningsmessig tjenesteyting relativt mindre representert.

Det kan tyde på at nedgangen i det konkurranseutsatte næringslivet ikke vil ramme Nord-Norge like tungt som industrifylkene i Sør-Norge. Blant de tre nordligste fylkene skiller likevel Nordland seg ut som ett av våre viktigste industrifylker.

Det er fortsatt sterk vekst i etterspørselen i Norge. Vedvarende høy lønnsvekst bidrar til høy prisvekst på norskproduserte varer og tjenester. Husholdningenes inntekter vokser kraftig, og husholdningene låner mye. Målt i verdi er veksten i detaljomsetningen høy.

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 i andre kvartal, anslått til 2¾ prosent om to år. 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. Justert for endringer i avgifter og uten energivarer steg konsumprisene med 2,3 prosent i forhold til august i fjor.

Norges Banks Hovedstyre vurderte renten på hovedstyremøtet 18. september. Det ble ikke fattet vedtak om å endre renten. Norges banks styringsrente, foliorenten, opprettholdes dermed på 7 prosent. Med uendret rente ser Norges Bank det nå som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2 ½ prosent som at den blir lavere.

Høy vekst i lønnskostnadene bidrar til en relativt høy prisstigning for varer og tjenester som produseres i Norge. En vedvarende sterk krone vil bidra til å holde prisen på importvarer nede. Den sterke kronen vil 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.