

# Pengepolitikk i en oljeøkonomi

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem. Fellesforbundet, 21. august 2002

Verdensøkonomien er preget av uro i finansmarkedene, lav vekst og stigende arbeidsledighet. Selv om uroen ute har slått inn i deler av vårt næringsliv, er det samlet sett fortsatt høy aktivitet i norsk økonomi og solid vekst i etterspørselen etter varer og tjenester. Etterspørselen er drevet av en kraftig vekst i husholdningenes inntekter. Det er også stor aktivitet i oljesektoren og høy oljepris. Oljeinvesteringene holder seg oppe. Arbeidsmarkedet er stramt. Det kommer til uttrykk i særnorske lønnstillegg. I flere år har veksten i lønnskostnadene i Norge ligget vesentlig høyere enn blant våre handelspartnere. Det rammer industrien hardt, sammen med dårlige tider ute og en sterk krone.

Vi tar en risiko når industrien bygges ned. Det gjør økonomien mer sårbar. Vekstevnen i økonomien - grobunnen for læring, innovasjon og utvikling - kan bli svekket når mindre av næringslivet blir utsatt for intens internasjonal konkurranse.

Høy lønnsvekst rammer det konkurranseutsatte næringslivet på to måter. For det første svekker den i seg selv inntjeningen og sysselsettingen. For det andre må pengepolitikken strammes til. Det fører til at kronen styrker seg, slik at inntjeningen og sysselsettingen svekkes ytterligere.

Det er lønnsveksten samlet for alle grupper som påvirker utsiktene for inflasjonen. Men store tillegg for enkeltgrupper kan legge grunnlaget for lønnsspiraler. Lønningene for funksjonærer i næringslivet har vokst sterkt i flere år på rad. I år ser det dessuten ut til at særlig ansatte i offentlig sektor og i deler av privat tjenesteyting tar ut høye lønnstillegg.

For halvannet år siden vedtok Regjeringen og Stortinget nye retningslinjer for den økonomiske politikken. Det er lagt opp til å bruke den reelle avkastningen av Petroleumsfondet hvert år. Mesteparten av oljeinntektene fases dermed inn i økonomien de neste ti årene. Med en avkastning av oljefondet på 4 prosent kan den årlige bruken av oljeinntektene øke til nærmere 60 milliarder kroner målt i dagens priser i 2010.

Samtidig fastsatte Regjeringen et nytt operativt mandat for pengepolitikken. Norges Bank skal sette renten med sikte på lav og stabil inflasjon.

Mandatet har følgende ordlyd:

*"Pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, herunder også bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting."*

Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken."

*"Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal i samsvar med første ledd rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent."*

Det første avsnittet fremstår som et formål. Det siste avsnittet sier mer spesifikt hva Norges Bank skal gjøre.

Den første setningen i mandatet omtaler kronens verdi. Stabilitet i kronens nasjonale verdi betyr at inflasjonen skal være lav og stabil. Det er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til økonomisk vekst og velstand. Det er også en nødvendig forutsetning for stabilitet i finansmarkedene og i eiendomsmarkedene.

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. I Norges Banks brev til Finansdepartementet 27. mars i fjor om de nye retningslinjene for den økonomiske politikken ga vi uttrykk for at når pengepolitikken sikter mot lav og stabil inflasjon, så er dette det beste bidraget pengepolitikken kan gi til stabilitet i kronekursen over tid.

Renten påvirker prisstigningen blant annet via kronekursen. Sterkere krone demper inflasjonen. 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 store 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.

I forskriftens andre ledd er gjennomføringen av pengepolitikken delegert til Norges Bank. Det betyr at det er bankens forståelse av forskriften - slik den kom til uttrykk i brevet til Finansdepartementet i mars i fjor - som er grunnlaget når vi setter renten. I tolkningen legger vi vekt på Regjeringens grunngivning 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.

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. En pengepolitikk som gir høy og varierende inflasjon ville ført til større svingninger i produksjon og sysselsetting. Det ville også vært en oppskrift for uro i valutamarkedene. Det er derfor nært samsvar mellom forskriftens tredje ledd - inflasjonsmålet - og det første leddet om å stabilisere den økonomiske utviklingen og valutakursforventningene.

Veksten i norsk økonomi er i dag særlig drevet av en kraftig økning i det private forbruket og sterk vekst i husholdningenes disponible inntekter. Vi regner med en realvekst i husholdningenes inntekter på nær 5 prosent i år. Det er historisk høyt. Veksten i innenlandsk kreditt holder seg oppe. Husholdningene låner mye. Boligprisene har steget kraftig, om enn ujevnt, i flere år. Den kraftige veksten i etterspørselen tilsier en stram pengepolitikk. Men den sterke kronekursen trekker importprisene ned og bidrar på den måten til å holde renten nede. Det er ikke slik at hensynet til å jevne ut produksjon og sysselsetting tilsier en lettere

pengepolitikk. Hadde vi lagt større vekt på det hensynet, kunne pengepolitikken vært strammere og renten høyere for å gardere mot en låne- og forbruksfest.

Renten påvirker prisveksten på to måter: Gjennom etterspørselen etter varer og tjenester innenlands og gjennom 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 også 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 sterk krone aktiviteten, lønnsomheten og lønnsevnene i det konkurranseutsatte næringslivet, og dermed kostnadspresset i norsk økonomi.

Mandatet for pengepolitikken tilsier at renten må tilpasses utsiktene for norsk økonomi. 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. Inflasjonen i dag gir derfor ikke tilstrekkelig holdepunkt for hva renten bør settes til nå. 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. Ved å påvirke prisveksten over tid, unngår vi at pengepolitikken i seg selv påfører økonomien unødige forstyrrelser.

Norges Bank har ett virkemiddel. Det er renten. Virkningene favner vidt. Pengepolitikken kan derfor ikke rettes inn mot å stabilisere utviklingen bare for konkurranseutsatt sektor. Det ville skapt store ubalanser i norsk økonomi.

Lavrentepolitikken og devalueringene på 1970- og 1980-tallet er et eksempel på hvor galt en slik politikk kan bære av sted. Pengepolitikken ble rettet inn mot å unngå at industriens konkurransevne ble svekket. Kronen ble devaluert flere ganger. Men lønningene skjøt fart for å kompensere for økt inflasjon. Resultatet var en lønns- og prisgalopp som rammet hele økonomien.

Etter nok et dyrt lønnsoppgjør og et kraftig fall i oljeprisen, kom den siste devalueringen våren 1986. Fra da av ble pengepolitikken lagt om. Fastkurspolitikken bidro til at inflasjonen i Norge etter hvert kom på linje med inflasjonen i andre land.

Men norsk økonomi måtte gjennom en kraftig snuoperasjon fra siste del av 1980-tallet. Tilliten til pengepolitikken og den norske kronen måtte rettes opp for å unngå at den høye inflasjonen skulle vare ved. Det tok lang tid og krevde svært høye renter før tilliten til det nominelle ankerfestet var gjenreist.

Økonomien kom først i en mer stabil utvikling da lønns- og inntektsdannelsen ble klart forankret i målet for pengepolitikken, som da var stabilitet i kronekursen.

Dette illustrerer at det må være alminnelig tillit i de norske og internasjonale valuta- og finansmarkedene til at inflasjonen i Norge holder seg lav og stabil. Dersom denne tilliten ikke er til stede, vil en nedgang i de kortsiktige rentene føre til økte langsiktige renter og sterkt fall i kronen. Dette ville igjen føre til større svingninger i økonomien.

I dag er konkurranseevnen for næringslivet svekket. Kronen er sterk fordi lønnsveksten er høy og etterspørselen vokser. Hvis lønnsveksten avtar og vi kan ha tillit til at den vil forbli lav de nærmeste årene, kan rentedifferansen mot utlandet reduseres. Det vil normalt føre til at kronekursen faller tilbake. 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.

I solidaritetsalternativet på 1990-tallet skulle den stabile valutakursen og lønnsveksten hos våre handelspartnere være ankerfestet for partene i arbeidslivet. Fram til 1997 holdt dette ankerfestet. Men veksten i lønnskostnadene gjorde et hopp i 1998. Den har siden vært rundt 2 prosentpoeng høyere enn blant våre handelspartnere - mellom 5 og 6 prosent hvert år. Årets lønnsoppgjør ser ut til å føye seg inn i denne rekken og peker også mot høy lønnsvekst neste år. Lønnsveksten er høy i forhold til inntjeningen i mange bedrifter. Det er krevende å effektivisere raskt nok til å holde tritt med veksten i lønnskostnadene.

Lønnsveksten her hjemme har de siste årene ikke vært forankret i lønnsveksten blant våre handelspartnere. I offentlig sektor vokser lønningene vesentlig mer enn det statsbudsjettet bygde på. Det rammer tjenesteproduksjonen.

Offentlige bevilgninger vokser med 7 prosent fra i fjor til i år<sup>1</sup>. Det er vesentlig mer enn veksten i verdiskapingen i næringslivet på fastlandet, som kan anslås til rundt 4 prosent i løpende kroner. Da er handlingsregelen fulgt nøye. Den reelle veksten i offentlig forbruk er anslått til 1½ prosent. For 2003 er veksten i tjenesteproduksjonen anslått til bare ¾ prosent. Det blir altså bare en moderat reell vekst i den offentlige tjenesteproduksjonen, selv om offentlige utgifter øker mye. Forklaringen er at kostnadene ved å produsere offentlige tjenester stiger sterkt. Det gjenspeiler den høye lønnsveksten. Dessuten vokser overføringene til husholdningene i våre sosiale ordninger mye.

Mesteparten av den høye veksten i statlige bevilgninger ender derfor opp som sterk vekst i husholdningenes inntekter og forbruk. Det må vi nok også kanskje regne med når lønns- og kostnadspresset er så sterkt i utgangspunktet. Skulle staten kompensere virksomhetene for at de har gitt lønningene et særlig løft, blir resultatet lett en ny runde på lønnsspiralen.

Våre anslag i forrige inflasjonsrapport i juli viste at med uendret foliorente - som den gang var 6,5 prosent - og en kronekurs lik gjennomsnittet i andre kvartal, ville prisveksten på to års sikt kunne bli over 2½ prosent. Samtidig viste anslagene at prisveksten på kort sikt kunne komme til å bli lavere enn 2½ prosent. Skulle vi ha prøvd å nå inflasjonsmålet på helt kort sikt, ved å sette ned renten og dermed bidra til en svekket krone og økt prisvekst, vet vi at vi

om ett års tid trolig måtte ha satt opp renten vesentlig mer enn det vi nå har gjort. Det ville ha ført til en mer ujevn utvikling i produksjon og sysselsetting.

Utover på 1990-tallet fikk vi nedgang i arbeidsledigheten så lenge lønnsveksten i Norge var lavere enn lønnsveksten blant våre handelspartnere. Dette tok slutt i 1998. Da sa partene i arbeidslivet nei til moderasjonslinjen. Nedgangen i arbeidsledigheten stoppet opp.

Den sterke veksten i lønnskostnadene de senere årene er en kime til økt arbeidsledighet. Renten er et slagkraftig instrument for å møte lavere etterspørsel og økende arbeidsledighet når sterkere etterspørsel ikke slår ut i økt lønnsvekst eller ustabile finansmarkeder. Men det er lite pengepolitikken kan gjøre for å hindre en økning i ledigheten som er drevet av høy kostnadsvekst.

Når den reelle veksten i lønningene er større enn veksten i produktiviteten, svekkes lønnsomheten i bedriftene. Næringslivet vil da ansette færre og si opp flere. I offentlig sektor får vi en større konflikt mellom budsjetttrammer og kravene til tjenesteproduksjonen. Høy lønnsvekst øker kravene til effektivitet i bedriftene og i offentlige virksomheter. Det forsterker utstøtingen fra arbeidsmarkedet til ulike trygde- og pensjonsordninger.

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.

Den norske kronen har styrket seg markert i inneværende år. Utviklingen i lønnsoppgjøret har trolig vært en viktig drivkraft. Aktørene i valutamarkedet har opptrådt slik vi må forvente. Høy lønnsvekst legger grunnlaget for høy rente. Det gjør det attraktivt å plassere i norske kroner og å låne i andre valutaer. Kronen styrkes.

Vi er og må være forberedt på at valutakursen vil variere, slik vi har sett i andre land. Vi har fritt vare- og tjenestebytte og frie kapitalbevegelser. Kronen flyter. Det betyr at aktørene i det økonomiske livet *ikke* kan legge til grunn at kronen vil være stabil mot euro, mot dollar eller mot et veid gjennomsnitt av utenlandske valutaer.

Sammenliknet med andre små valutaer, skiller ikke svingningene i kronekursen seg ut. En stor del av petroleumsinntektene investeres i utenlandske aksjer og obligasjoner gjennom Petroleumsfondet. Endringer i oljeprisen påvirker fondets størrelse, men i liten grad bruken av oljeinntektene innenlands. Petroleumsfondet virker dermed som en buffer mot svingninger i oljeprisen og skjermer kronekursen. Vi må likevel være forberedt på at valutakursen vil svinge på linje med andre små lands valutaer.

Men kronen er fleksibel i begge retninger. Den vil ikke vedvarende styrke seg. Det som har drevet kronekursen de siste to årene er den høye og økte renteforskjellen mellom Norge og utlandet. Denne renteforskjellen gjenspeiler den særnorske lønnsutviklingen. Det er altså lett forståelige krefter som har drevet kronen. De er også trolig reversible. Varig lavere lønnsvekst, mer på linje med veksten ute, vil gå hånd i hånd med mindre forskjell i renten.

Over tid må veksten i reallønningene svare til veksten i arbeidstakernes produktivitet. Med et inflasjonsmål på 2½ prosent og en trendmessig vekst i produktiviteten på rundt 2 prosent, ifølge oppdaterte tall fra Nasjonalregnskapet, tilsvarer det en årlig nominell lønnsvekst på rundt 4½ prosent. Tallene stemmer godt overens med utviklingen på 1990-tallet. Lønnsveksten var i gjennomsnitt 4½ prosent. Det ga en inflasjon på 2½ prosent. Kronekursen var stabil.

Den høye renten og den sterke kronen speiler realøkonomiske drivkrefter knyttet til de høye oljeinntektene, et stramt arbeidsmarked og sterk vekst i husholdningenes inntekter, forbruk og låneopptak. I tillegg kan nye trekk ved lønnsdannelsen ha bidratt til en særlig høy samlet lønnsvekst. Hvis disse kreftene dempes, er det også håp om at presset mot pengepolitikken kan avta.

Det konkurranseutsatte næringslivet vil få et særskilt løft dersom lønnsveksten skulle avta. Lavere lønnsvekst vil i seg selv styrke inntjeningen og sysselsettingen. Samtidig vil renten kunne settes ned. Normalt vil det føre til at kronen svekker seg, slik at inntjeningen og sysselsettingen styrkes ytterligere. Industrien vil derfor kunne merke de positive effektene av lav nominell lønnsvekst enda sterkere enn før. Med en lønnsvekst som er forankret i inflasjonsmålet, og når vi bevarer tilliten i finansmarkedene, vil også pengepolitikken kunne være et slagkraftig virkemiddel dersom den samlede etterspørselen etter varer og tjenester skulle svikte.

Takk for oppmerksomheten.

#### **Fotnoter**

1. Nominell underliggende vekst i statsbudsjettets utgifter