

Inflasjonsmål og flytende krone: Samspillet mellom finanspolitikken, renten og konkurranseevnen

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Foredrag på TBLs hovedstyremøte, Oslo, 20. mars 2002

Foredraget er basert på opplysninger gitt i Norges Banks Inflasjonsrapport 1/2002 og tidligere foredrag. Med forbehold om endringer under fremføringen

Den økonomiske politikken i Norge bygger på handlingsregler for finanspolitikken og pengepolitikken. Handlingsregelen for finanspolitikken sier at bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet skal svare til den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Erfaringsmessig blir høy inflasjon alltid etterfulgt av nedgangstider. Lav og stabil inflasjon bidrar til stabilitet og vekst i økonomien.

Handlingsregler i den økonomiske politikken er ikke noe nytt. Både finans- og pengepolitikken har i hele etterkrigstiden, med unntak av siste halvdel av 1970-tallet og første halvdel av 1980-tallet, vært basert på slike regler. Pengepolitikken har vært klart forankret siden 1986.

Inflasjonsmålet forankrer forventningene om fremtidig inflasjon og renter. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Tallet 2½ må myndighetene selvsagt holde fast ved hvis inflasjonsmålet skal forankre de langsiktige forventningene og dersom vi skal høste de langsiktige gevinstene av denne styringsformen. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Inflasjonen i dag gir 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.

Aktørene i det økonomiske livet kan legge til grunn at inflasjonen blir 2½ prosent. 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. Her er det symmetri. Det er like viktig å unngå for lav som for høy inflasjon.

Verdensøkonomien har vært i et tilbakeslag det siste året. Nedgangen i USA smittet over på de europeiske og asiatiske økonomiene gjennom virkninger på verdenshandelen og finansmarkedene. Kapitalmarkedene er globale, og foretak med virksomhet i mange land reduserer sine investeringer og driftsutgifter også i Europa og Asia når inntektene svikter i USA. Industriproduksjonen har falt markert i alle de store områdene i verdensøkonomien. I Norge har industriproduksjonen vært jevnere.

Norges Bank la fram sin siste inflasjonsrapport 27.februar. Vi venter at prisstigningen blir om lag 2½ prosent om to år, hvis veksten i verdensøkonomien tar seg opp igjen som forutsatt. Det stramme arbeidsmarkedet vil trolig gi fortsatt temmelig høy vekst i lønnskostnadene og nokså sterk vekst i prisene på hjemmeproduserte varer og tjenester. Vi anslår en årlig lønnsvekst på 5 prosent framover. Lav prisvekst på importerte varer trekker den samlede

prisveksten ned. Til grunn for anslagene er det teknisk forutsatt at kronkursen holder seg stabil. Samlet vurderer vi risikoen rundt anslaget for inflasjonen å være balansert.

Kursene mellom de store valutaene svinger kraftig. Effektiv kurs på amerikanske dollar er steget med mer enn 30 prosent siden 1995. Tyske mark (senere euro) er svekket med om lag det samme. Effektiv kurs på yen har beveget seg i kraftige bølger.

Mindre land har også opplevd store endringer i valutakursen. Svenske kroner har endret seg mye de siste 10 årene og er nå 10 prosent svakere enn sommeren 2000. Australske dollar har svekket seg med over 30 prosent siden våren 1997. Det er en tendens til at land som eksporterer mye råvarer får store svingninger i sin valutakurs. Australia er et eksempel.

Svingninger i råvareprisene fører til endringer i forholdet mellom eksport- og importprisene, eller bytteforholdet. Svingningene i bytteforholdet slår ut i valutakursen, og det bidrar til å dempe virkningene på lønnsomheten. Valutakursen virker som en buffer. På 1990-tallet var svingningene i Norges bytteforhold særlig store. Endringer i oljeprisen var en viktig årsak. Kronkursen har ikke variert mye sammenliknet med andre land. Petroleumsfondet virker som en buffer mot svingninger i oljeprisen fordi fondets kapital plasseres ute. Det bidrar til å stabilisere kronkursen.

Vi må likevel være forberedt på svingninger i kronen mer på linje med de svingningene vi har sett i andre land. Endringer i verdensøkonomien kan påvirke kronkursen. Valutakursen kan også reagere på og bidra til å dempe virkningene av innenlandske forstyrrelser.

Den flytende valutakursen er i det store og hele et egnet instrument til å fange opp uforutsette forstyrrelser som økonomien blir utsatt for. En sterkere krone kan for eksempel motvirke at innenlandsk etterspørselspress slår ut i høyere prisstigning. Som historien og andre lands erfaringer har lært oss, er det vesentlig større realøkonomiske tap knyttet til å fjerne høy inflasjon og dempe inflasjonsforventningene enn til variabel nominell valutakurs. Hvis oljeprisen skulle falle til et så lavt nivå at investeringene på norsk sokkel stopper opp, ville en svakere krone bidra til å lette omstillingene i næringslivet og norsk økonomi for øvrig.

Tradisjonelt har en stabil kronkurs vært det nominelle ankerfestet i norsk økonomi. Lønnskostnadene hos handelspartnerne var en viktig referanse. Nå er det inflasjonsmålet som er det nominelle ankerfestet.

Norske kroner har styrket seg med 2½ prosent siden årsskiftet og med over 8 prosent siden våren 2000. Høy rentedifferanse og oljepris bidrar. Kronkursen er for tiden nær nivåene fra 1990-92 og 1996. Den kostnadsmessige konkurranseevnen til norske industribedrifter er svekket med ti prosent siden 1996. Det skyldes i sin helhet de lønnstilleggene industriens organisasjoner og bedrifter har ytet. Bak kostnadsveksten er et stramt arbeidsmarked som skyldes høy vekst i sysselsettingen i offentlig og privat tjenesteyting, samt de omfattende arbeidstidsreformene de senere årene.

Veksten i lønnskostnadene er viktig når Norges Bank vurderer utsiktene for prisveksten og setter renten. For høy lønnsvekst - både i industrien og andre næringer - vil ramme det konkurranseutsatte næringslivet på to måter. For det første vil høy lønnsvekst i seg selv

svekke inntjeningen og sysselsettingen. For det andre vil renten settes opp. Normalt vil det føre til at kronen styrker seg, slik at inntjeningen og sysselsettingen svekkes ytterligere. Industrien vil derfor merke utslagene av for høy lønnsvekst enda sterkere enn før.

I dag har vi et relativt stramt arbeidsmarked som blir reflektert i høy lønnsvekst. 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.

Etter handlingsregelen for finanspolitikken vil bruken av oljeinntektene øke år for år i flere år framover. Det vil holde etterspørselen etter arbeidskraft oppe. De tjenesteytende næringene vil trenge mer ressurser. Kampen om arbeidskraften blir skjerpet. For å holde inflasjonen i sjakk må pengepolitikken trolig være ganske stram i årene framover.

Siden 1997 har lønnskostnadene økt med mellom 5 og 7 prosent per år. Likevel har veksten i konsumprisene vært nær 2½ prosent de siste par årene. Kronekursen har styrket seg siden sommeren 2000 som følge av økt renteforskjell til utlandet. Det har bidratt - sammen med lav vekst ute og økt handel med lavkostland som Kina - til lavere priser på importerte varer. Høyere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester gjenspeiler veksten i lønnskostnadene i Norge. Etter hvert som verdensøkonomien tar seg opp, vil prisveksten på importerte varer trolig tilta. En vekst i lønnskostnadene på mer enn 5 prosent vil bare være forenlig med inflasjonsmålet hvis kronen fortsetter å styrke seg.

I våre anslag for norsk økonomi de neste to årene venter vi en lønnsvekst på 5 prosent. Så lenge lønningene vokser så mye, vil næringslivets konkurranseevne svekkes. Denne svekkelsen vil bidra til å bygge ned sysselsettingen i vareproduksjonen.

Når industrien og andre konkurranseutsatte næringer er bygget så mye ned at det er rom for den større tjenesteytende sektoren, vil konkurranseevnen igjen stabilisere seg. I det lange løp må lønningene stå i forhold til de verdiene som skapes av de sysselsatte - arbeidstakernes produktivitet. Veksten i reallønningene bestemmes derfor over tid av utviklingen i arbeidskraftens produktivitet. Produktivitetsveksten i Fastlands-Norge har de siste tyve årene i gjennomsnitt vært 1½ - 2 prosent. Hvis denne veksttakten varer ved, kan en gjennomsnittlig vekst i lønningene rundt 4 - 4½ prosent på lang sikt være forenlig med inflasjonsmålet.

Handlingsreglene for den økonomiske politikken kan påvirke kronekursen på to ulike måter. På den ene siden kan økt bruk av oljeinntektene føre til at næringslivets konkurranseevne svekkes. Med lav og stabil inflasjon kan det tidvis komme til uttrykk i at kronen er sterk. På den andre siden er vårt inflasjonsmål satt litt høyere enn målene for prisstigningen blant våre handelspartnere. Det vil i det lange løp bli motsvart av en tilsvarende svekkelse av kronen¹.

Den internasjonale prisveksten på industrivarer er lavere enn for tjenester - rundt 1 prosent. Inflasjonsmålet på 2½ prosent tilsier på lang sikt en depresiering av norske kroner på rundt ½ prosent, fordi målet er satt litt høyere enn målene for prisstigningen hos våre handelspartnere. Det betyr at vareprisene målt i norske kroner må ventes å ville stige med rundt 1½ prosent på lang sikt. Med en lønnsvekst på 4 - 4½ prosent må produktivitetsveksten i industrien da ligge rundt 2½ - 3 prosent for å opprettholde

lønnsomheten. For tjenester kan prisveksten bli noe høyere, vel 3 - 3½ prosent, og produktivetsveksten tilsvarende lavere.

Størrelsen av den konkurranseutsatte delen av næringslivet vil påvirkes av hvor mye oljeinntekter som tas inn i norsk økonomi. Pengepolitikken kan på lang sikt verken påvirke den samlede sysselsettingen eller fordelingen mellom ulike næringer.

Historisk har sysselsettingen i konkurranseutsatt sektor falt i bølger. Særlig i perioden fra 1977 til 1984 og fra 1987 til 1992 var det kraftig avskalling i industrien. Forut for begge nedgangsperiodene svekket industriens kostnadsmessige konkurranseevne seg betydelig. Det er en risiko for at vi nå står overfor en ny periode med nedgang i industrien.

Omstillingen i industrien kan gå raskt. Konkurranseevnen er allerede svekket med om lag 10 prosent fra 1996. Vi vet ikke hvor lenge denne utviklingen vil fortsette. Det langsiktige kravet til bedre balanse mellom lønnsutvikling og produktivetsvekst kan komme til å melde seg tidlig.

Utviklingen for norske foretak behøver likevel ikke å bli negativ. Enkelte bedrifter vil kunne være i forkant i den teknologiske utviklingen og øke effektiviteten i raskere takt enn den særnorske kostnadsstigningen. Mange foretak lokaliserer større deler av sin produksjon til utlandet. Norske industriforetak vil fremdeles kunne være lønnsomme selv om industriens betydning i norsk økonomi blir redusert. Likevel tar vi 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.

¹Akram, Q.F. (2000): PPP despite real shocks: An empirical analysis of the Norwegian real exchange rate. *Arbeidsnotat 2000/7*, Norges Bank, Oslo.

Gjedrem, Svein (2000): Økonomiske perspektiver ("årstalen"). *Penger og Kreditt 1/2000* s. 3-12, Norges Bank, Oslo.