

Inflasjonsstyring og innfasing av oljeinntektene - et dilemma for pengepolitikken?

Visesentralbanksjef Jarle Berge. Foredrag ved Samfunnsøkonomenes Forenings seminar om valutapolitiske problemer, Gausdal, 25. januar 2002

INNLEDNING

Siden fjorårets seminar er det blitt innført nye retningslinjer for den økonomiske politikken. Som tittelen røper, er disse reglene utgangspunkt for mitt foredrag. I sitt foredrag i fjor sa sentralbanksjefen at "Pengepolitikken kan ikke funksjonere godt uten i et godt samspill med finanspolitikken." Jeg vil starte med å gå nærmere inn på gjennomføringen av pengepolitikken, før jeg tar for meg handlingsregelen for innfasingen av oljeinntektene og spillet mellom finans- og pengepolitikken. Til slutt vil jeg ta opp de konsekvensene innfasingen av oljeinntektene vil ha for vår næringsstruktur. Disse konsekvensene kan bli en utfordring for mange, men ikke nødvendigvis for pengepolitikken.

29. mars i fjor fastsatte Regjeringen Stoltenberg nye retningslinjer for pengepolitikken og la fram en handlingsregel for finanspolitikken. Pengepolitikken skulle rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet ble satt til 2 ½ prosent.

Handlingsregelen for finanspolitikken ville innebære at underskuddet på statsbudsjettet over tid skal svare til den forventede realavkastningen av petroleumsfondet. I Stortinget var det bred tilslutning til denne omleggingen av retningslinjene for den økonomiske politikken. Handlingsregelen ble fulgt opp i budsjettet for 2002.

Gjennomføringen av pengepolitikken

Inflasjonsmålet er satt til 2 ½ prosent. I gjennomføringen av pengepolitikken styrer vi mot å nå dette målet.

Renten virker på inflasjonen gjennom flere kanaler. Økt rente vil normalt bidra til å redusere inflasjonen ved å dempe etterspørselen etter varer og tjenester og ved å styrke kronen i forhold til andre valutaer. Lavere rente virker motsatt.

Virkningene av en renteendring vil generelt avhenge av situasjonen når renten endres og av hvordan renteendringen blir oppfattet i det konkrete tilfellet. Virkningene vil også kunne variere over tid.

Pengepolitikken virker med et temmelig langt tidsetterslep. Analyser utført i Norges Bank tyder på at en vesentlig del av virkningene på inflasjonen kommer i løpet av to år. To år er derfor et rimelig tidsperspektiv for å nå målet om 2½ prosent inflasjon. Forskriften sier at det i utgangspunktet ikke skal tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i skatter, avgifter eller særskilte midlertidige forhold. Det vil imidlertid bare være

helt unntaksvis at vi har kjennskap til slike forhold to år fram i tid. Normalt vil det være samsvar mellom anslagene på samlet inflasjon to år fram i tid og slike korrigerede anslag. Men en korrigert prisindeks forteller om hvor vi er i dag i forhold til målet om to år. Og det er en slik korrigert indeks det vil være mest relevant å se på når en skal bedømme hvor god pengepolitikken har vært.

Enkelt sagt kan handlingsregelen for pengepolitikken formuleres slik: 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. Oppdraget er symmetrisk, så for oss er det derfor like viktig å unngå inflasjon under 2 ½ prosent som over 2 ½ prosent.

Det er flere forhold som griper inn i hvordan renten virker på etterspørsel og inflasjon. Blant disse er: Beholdningen av gjeld og formue i privat sektor, graden av ressursutnyttelse i økonomien, situasjonen i valutamarkedet, forventet varighet av renteendringen og forventningsdannelsen.

Vi har gjennomført analyser av virkningen av en renteendring under ulike forutsetninger om disse forholdene.¹ Figuren oppsummerer disse analysene og indikerer utfallsrommet for virkningene av en renteøkning på inflasjonen. En renteøkning på ett prosentpoeng i to år vil anslagsvis dempe inflasjonen med 0,20-0,35 prosentpoeng etter to år, og 0,30-0,40 prosentpoeng etter tre år. Vi får en reduksjon i BNP-veksten på 0,25 prosentpoeng de to første årene. Etter at renteøkningen er reversert tar BNP-veksten seg igjen opp. Etter en tid vil BNP nærme seg det nivået vi ville fått med en uendret rente gjennom perioden. Analyser i Bank of England² gir tilsvarende resultater, men usikkerheten er naturlig nok stor.

Styringsrenten settes ut fra en samlet vurdering av utsiktene for inflasjonen to år fram i tid. Vårt inflasjonsanslag og vårt syn på risikoen rundt anslaget oppsummerer disse vurderingene. Inflasjonsanslaget er beheftet med usikkerhet som skriver seg fra flere forhold. Vår kjennskap til økonomiens virkemåte er langt fra perfekt. Vi benytter simuleringer på den makroøkonomiske modellen RIMINI som utgangspunkt for våre anslag. Ettersom modellen ikke er en eksakt gjengivelse av virkeligheten, oppstår prediksjonsfeil. I tillegg endres de ulike økonomiske mekanismene. Dette skjer normalt gradvis, men i enkelte tilfeller kan endringene komme raskt.

Det kan videre være vanskelig å bedømme den aktuelle situasjonen på bakgrunn av den informasjonen som til enhver tid er tilgjengelig. Denne informasjonen er ofte mangelfull. Dette skyldes både at statistikk offentliggjøres med tidsetterslep og at det er målefeil i data. I arbeidet med anslagene må vi i tillegg foreta skjønnsmessige antagelser om en rekke forhold. Økonomien vil av og til utsettes for hendelser som ikke kan forutses. Terrorangrepene mot USA 11.september i fjor var en slik ekstrem hendelse. Andre hendelser kan vi anta vil inntreffe med en større eller mindre grad av sannsynlighet.

Historisk har avviket mellom faktisk underliggende prisvekst og våre anslag ligget innenfor et intervall på +/- 1 prosentpoeng. Når vi i ettertid rapporterer om gjennomføringen av pengepolitikken, vil vi legge særlig vekt på å analysere årsakene når avvikene fra målet er større enn +/- 1 prosentpoeng.

Normalt gir vi anslag med en tidshorisont på om lag to år. Over denne tidshorisonten vil det inntreffe flere hendelser som gjør det nødvendig å revidere anslagene. En del forhold det knytter seg usikkerhet til, vil bli avklart underveis. Ny informasjon om hvordan økonomien fungerer kan avdekkes. Etter hvert som vi nærmer oss perioden anslagene gjelder for, vil usikkerheten knyttet til anslaget reduseres.

Figuren viser hvordan anslagene på veksten i KPI fra 2000 til 2001 har endret seg fra desember 1999 til utgangen av 2001. Gjennom 2000 ble dette anslaget justert opp med over 1 prosentpoeng. Den viktigste faktoren bak oppjusteringen var en revidering oppover av anslagene på oljepris og strømpriser i 2001. Fra slutten av 2000 ser vi at anslagene på prisveksten avviker lite fra den faktiske prisveksten på 3 prosent slik vi kjenner den i ettertid.

Norges Banks inflasjonsanslag er det vi anser som det mest sannsynlige utfallet for veksten i KPI to år fram i tid. Den makroøkonomiske modellen RIMINI er et hjelpemiddel i utarbeiding av anslagene.³ I tillegg spiller skjønn og vurderinger av løpende statistikk og resultater fra andre modeller en viktig rolle. I rentesettingen legger vi imidlertid også vekt på sannsynlighetsfordelingen - eller risikobildet - rundt dette anslaget. Vi offentliggjør derfor også vår skjønnsmessige vurdering av risikoen rundt vårt eget anslag.

Figuren viser hvordan vår vurdering av risikoen ble presentert i inflasjonsrapporten 31. oktober 2001. Den svarte linjen viser det vi anser som det mest sannsynlige forløpet for KPI. Tyngdepunktet i fordelingen lå på nedsiden av denne linjen. Dette ble reflektert i formuleringen "mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere." For å redusere muligheten for store avvik fra inflasjonsmålet, tar Norges Bank hensyn til risikobildet når renten vurderes.

Vurderingen av risikobildet er i stor grad et uttrykk for bankens skjønn. I arbeidet har vi imidlertid systematisert skjønnet, slik at det er mulig for andre å bedømme om bankens vurderinger synes rimelige. Vurderingen av risikoen er knyttet opp til seks viktige faktorer for prisveksten.⁴

For hver av disse faktorene formuleres vår vurdering av risikoen i form av en sannsynlighetsfordeling rundt anslaget på vedkommende størrelse. Vurderingen av risikoen for selve inflasjonsanslaget framkommer som et veid gjennomsnitt av disse seks fordelingene. Vekten til den enkelte faktoren avspeiler dens betydning for utviklingen i prisveksten slik det framkommer i vårt modellapparat. Størst, og om lag lik vekt, gis til innenlandsk privat etterspørsel, lønnsvekst, vekst i offentlige utgifter og utviklingen i internasjonal økonomi. Valutakurs og oljepris har noe lavere vekt i sammenveiningen.

Figuren viser vår vurdering i IR 01/3 av risikoen rundt anslått lønnsvekst. Vi anslo da lønnsveksten i 2003 til 5 prosent. Samtidig vurderte vi det som mer sannsynlig at lønnsveksten ville bli høyere enn dette anslaget enn at den skulle bli lavere. Tilsvarende figurer kan vises for de øvrige fem faktorene. "Viften" for inflasjonsanslaget er et topografisk kart over den sammenveide risikovurderingen.

Usikkerheten knyttet til analysene er én årsak til at vi normalt vil gå gradvis fram i tilpasningen av renten til inflasjonsmålet⁵. Vi får da mulighet til å utnytte ny informasjon som blir tilgjengelig underveis. De fleste sentralbanker har valgt en slik modell i sin

virkemiddelbruk. Unntaksvis kan det oppstå situasjoner som krever kraftige og umiddelbare reaksjoner. Et eksempel på dette er situasjonen i Norge høsten 1998, da det var uro i finansmarkedene og mistillit til kronen. Et annet eksempel er den amerikanske sentralbankens rentenedsettelse i 2001. Men selv i disse tilfellene skjedde ikke hele justeringen med en gang.

I en usikker verden kan sentralbanker selvsagt ikke garantere at en påbegynt opptrapping eller nedtrapping av renten nødvendigvis vil fortsette. Ny informasjon kan gjøre det nødvendig å justere anslagene. Heller ikke kan "gradvis" utlegges til å bety at en tilpasning til et nytt rentenivå vil skje ved at renten endres på hver rentemøte. Det kan i "gradvis" også ligge at vi vil ha noe tid til å vurdere ny informasjon eller avvente ytterligere informasjon før en eventuelt går videre.

Åpenhet om intensjoner, strategier og gjennomføring av pengepolitikken gjør det lettere for aktørene i det økonomiske livet å vurdere pengepolitikken. En forstått og forutsigbar pengepolitikk kan bidra til å bedre effektiviteten og gjennomslaget av pengepolitikken.

I fjor refererte Svein Gjedrem til Willem F. Duisenberg⁶:

"Transparency in monetary policymaking should be understood as the extent to which the external presentation of the decisions corresponds to the internal decision-making process."

Dette kan suppleres med følgende sitat fra en rapport skrevet i 2001 av fem internasjonalt anerkjente økonomer (A. Blinder, C. Goodhart, P. Hildebrand, D. Lipton og C. Wyplosz):

"[T]ransparency should allow the public to understand, and possibly anticipate, the central bank's decisions, to see each of them as the logical conclusion of a chain of past and future decisions aimed at a clear set of targets."⁷

I Norges Bank ønsker vi å være troverdige slik at våre handlinger i ettertid blir forstått og framstår som logiske i forhold til inflasjonsmålet.

Hovedstyret vurderer utviklingen og utsiktene for økonomien etter beste skjønn. Men våre vurderinger kan avvike fra andres. Mange forhold vurderes før en rentebeslutning fattes. Tar Norges Bank en annen beslutning enn hva markedet forventer, kan det skyldes slike forskjeller i vurderingene.

Hovedstyret vurderer den økonomiske utviklingen ved hvert rentemøte. Denne vurderingen reflekteres i hovedstyrets rentebeslutninger og i Norges Banks syn på utsiktene for inflasjonen som blir gjort kjent umiddelbart etter hvert rentemøte. Det er en fordel om markedet forutser og tilpasser seg rentebeslutningene i forkant, men det å treffe markedsforventningene kan ikke være styrende for beslutningen. Den må tas ut fra det som er vårt mandat, å sette renten slik at inflasjonen holdes rundt 2 ½ prosent. Det grunnleggende i så måte er vurderingen av utsiktene for inflasjonen. Hvis inflasjonsutsiktene er vesentlig endret, vil Norges Bank ta konsekvensene av dette i sin rentesetting.

Vi ønsker å være åpne om vårt reaksjonsmønster, våre analyser av den økonomiske utviklingen og vår vurdering av hvordan pengepolitikken virker. Våre inflasjonsanslag og

vurderinger er offentlige. Norges Banks syn på inflasjonsutsiktene presenteres tre ganger i året i inflasjonsrapportene. Vi legger her vekt på å gi en fyllestgjørende presentasjon av grunnlaget for rentebeslutningene. Blant annet presenteres både vårt anslag på inflasjonsutsiktene framover og vår vurdering av risikobildet rundt dette anslaget.

Hovedstyrets oppdaterte vurderinger gis i forbindelse med rentemøtene hver sjette uke. Umiddelbart etter hvert rentemøte sendes det ut pressemeldinger og det holdes pressekonferanse. Pressekonferansen overføres uredigert på internett. Her legges også innledningen til pressekonferansen ut.

Kronikker og foredrag legges ut på vår internettside.

Årlig foretar Norges Bank en etterprøving av anslagene i Inflasjonsrapporten. Resultatene av dette publiseres i en artikkel i Penger og Kreditt. I årsberetningen vurderes den pengepolitikken som har vært ført. Oppstår det vesentlige avvik mellom den faktiske prisutviklingen og målet for pengepolitikken, skal det redegjøres for årsakene til dette i årsberetningen.

Norges Banks rentebeslutninger er en konsekvens av det kommuniserte handlingsmønsteret, våre analyser og våre vurderinger av hvordan pengepolitikken virker.

Hvis vi har lykket i å kommunisere vårt handlingsmønster og dermed lagt grunnlaget for en troverdig pengepolitikk, bør markedet som hovedregel ikke bli overrasket over de rentebeslutningene hovedstyret tar. Et mål på hvorvidt markedet overraskes, kan være størrelsen på endringen i pengemarkedsrenten fra dagen før til dagen etter et rentemøte. Et lite utslag vil være en indikasjon på at beslutningen var i tråd med det markedet forventet. Motsatt tyder et stort utslag på at markedet hadde ventet en annen beslutning.

Denne figuren viser endringen i foliorenten (rød søyle) og i tre måneders pengemarkedsrente (blå søyle) ved rentemøter fra og med 1999. Pluss- og minus-tegnene angir hvorvidt Norges Bank har signalisert henholdsvis oppside- eller nedsiderisiko. Som en referanse på størrelsen på utslagene viser strekene rundt tidsaksen den gjennomsnittlige daglige absolutte endringen i 3 måneders pengemarkedsrente. Fra og med rentemøtet 21. juli 1999 har datoen for rentemøtene vært offentlig på forhånd.

Vi ser at endringene i pengemarkedsrenten er beskjeden ved de fleste rentemøtene. Av de nær 30 møtene som er inkludert i figuren, endres pengemarkedsrenten med mer enn 0,20 prosentpoeng kun ved fire tilfeller.

Vi har også gjort tilsvarende beregninger for enkelte andre land, for å ha et sammenligningsgrunnlag. De neste figurene viser utslagene i forbindelse med rentemøtene i Den europeiske sentralbanken, Storbritannia og Sverige.

Våre utslag er ikke systematisk forskjellige fra utslagene vi ser i andre land. Om rentebeslutningene i stor grad antisiperes, reduserer det tilpasningskostnadene. Det er en fordel. Men det vi primært må måles på, er om vi setter renten rett i forhold til inflasjonsmålet.

Handlingsregelen for finanspolitikken

Utformingen av finanspolitikken er sentral for utviklingen i innenlandsk etterspørsel. Mot slutten av 1990-årene stod politikerne overfor nye utfordringer i utformingen av den økonomiske politikken. Et høyt aktivitetsnivå og et stramt arbeidsmarked kunne tilsi en strammere økonomisk politikk. Samtidig var det et økende krav om at en større del av de store og økende inntektene fra petroleumsvirksomheten som var blitt synliggjort gjennom Petroleumsfondet, måtte brukes.

Retningslinjene for budsjettpolitikken hadde så langt vært at budsjettet i en normal konjunktursituasjon skulle virke omtrent nøytralt på økonomien. En endring i retning av økt bruk av oljeinntekter ville uvegerlig bety en budsjettpolitikk som ikke lenger virket nøytralt, men som gjennomgående ville ha en ekspansiv virkning på økonomien.

I en slik situasjon vil det være sterkt ønskelig å etablere mekanismer som forhindrer at dette bringer økonomien i alvorlig ubalanse. Innfasingen må skje kontrollert og ikke i brå kast, men det må også etableres en motvekt til den generelt ekspansive budsjettpolitikken slik at denne ikke slår ut i galopperende inflasjon, ustabile valutakurser og dyrtid. Den nødvendige strukturendring i norsk økonomi som økt bruk av oljeinntekter vil innebære, må skje innen en ramme av nominell stabilitet.

Handlingsregelen, slik den ble uttrykt i Stortingsmelding 29 (2000-01) gir svaret på den første utfordringen:

"Det legges stor vekt på å jevne ut svingningene i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet. Petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien. Det legges til grunn en innfasing om lag i takt med forventet realavkastning av Petroleumsfondet. "

Den første setningen kan ses som en begrunnelse for en gradvis innfasing. En innfasing basert på å ta inn den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet må sies å være rimelig kontrollert og gradvis. Det har også den side at det ikke legges opp til å bruke av selve formuen. Men den ekspansive impuls inn i økonomien det enkelte år vil avhenge av tidsprofilen for oppbyggingen av Petroleumsfondet.

Det var bred oppslutning i Stortinget rundt regelen. Både den forrige og den nåværende regjering har lagt stor vekt på å følge den opp i statsbudsjettet for 2002.

Bruken av oljeinntektene beregnes med utgangspunkt i det strukturelle underskuddet utenom olje. Det betyr at endringer i aktivitetsnivået i økonomien i utgangspunktet ikke påvirker bruken av oljeinntektene. I neste omgang innebærer dette også at finanspolitikken vil bidra til å dempe svingningene gjennom de såkalte "automatiske stabilisatorer". I år med høyt aktivitetsnivå vil det faktiske budsjettunderskuddet være mindre enn det strukturelle underskuddet. I år med lavt aktivitetsnivå vil det faktiske underskuddet være høyere. Det er dette nivået, og ikke endringene i den økonomiske aktiviteten, som påvirker det strukturelle underskuddet.

Figuren viser den planlagte bruken av realavkastningen av petroleumsfondet, målt ved statsbudsjettets strukturelle oljekorrigerte underskudd i prosent av BNP for Fastlands-Norge. Vi ser at det legges opp til en gradvis økning i bruken av petroleumsinntektene over Statsbudsjettet. Dette kan bidra til å unngå for brå skift i etterspørselen.

Av denne figuren fremgår det at den ekspansive impulsen varierer betydelig, og er størst de første årene.

Verdien av Petroleumsfondet vil variere over tid. Dette skyldes variasjoner i tilførselen på grunn av svingninger i oljepris, oljeproduksjon og i den avkastningen fondet oppnår.

Hvordan handlingsregelen skal anvendes er blitt utdypet i ulike politiske dokumenter. Ved innfasingen av petroleumsinntektene er det forventet realavkastning som legges til grunn. Man unngår dermed at bruken svinger i takt med faktisk realavkastning. Videre skal det normalt tas utgangspunkt i anslag på fondets størrelse laget på det tidspunktet budsjettdokumentene ferdigstilles. Det betyr at svingninger i inntektene først slår inn i budsjettet med et betydelig tidsetterslep. Budsjettet for 2002 tar for eksempel utgangspunkt i fondets størrelse ved inngangen til 2001. Deretter legges det til anslag på oljeinntekter og avkastning gjennom 2001. Disse anslagene gis i Nasjonalbudsjettet høsten 2001. Den faktiske avkastningen for fondet i 2001, vil først være en del av beregningsgrunnlaget i budsjettet for 2003.

I tillegg skal en søke å dempe impulsene ved særlig store svingninger i den innfasingstakten hovedregelen impliserer: "Ved særskilt store endringer i fondskapitalen eller i det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet fra ett år til det neste, må endringen i bruken fordeles over flere år, basert på et anslag på størrelsen på realavkastningen av Petroleumsfondet noen år fram i tid". (St.meld. 29, 2000-2001, s.7)

Her siktes det altså mot at finanspolitikken fortsatt kan benyttes til å stabilisere konjunktorene. Det er i god norsk tradisjon, men kan bli krevende.

På fjorårets seminar sa sentralbanksjefen: "I Norge er det viktig at de årlige budsjettene er forankret i en langsiktig strategi som tar høyde for at oljeinntektene kan svinge fra år til år". Handlingsregelen tilfredsstiller kravene til en slik langsiktig strategi.

Enigheten rundt handlingsregelen og en god etterlevelse av den vil skape tillit til den langsiktige utformingen av finanspolitikken. Dette gir stabile rammer også for pengepolitikken. Effekten av de pengepolitiske virkemidlene vil under slike forhold være mer forutsigbar.

Ved at det etableres en troverdig finanspolitisk handlingsregel reduseres usikkerheten aktørene i økonomien står overfor. Stabile rammebetingelser er en viktig forutsetning når beslutninger med langsiktige konsekvenser skal tas. Dette vil også bidra til stabilitet i finansmarkedene.

I de retningslinjene som ble lansert sist vår, heter det at "Finanspolitikken har et hovedansvar for å stabilisere utviklingen i norsk økonomi". Skal finanspolitikken fortsatt bidra til å jevne ut svingninger i økonomien samtidig som handlingsregelen for innfasingen

av oljeinntektene framstår som troverdig, bør handlingsregelen praktiseres slik at den legger en stram ramme for den gjennomsnittlige bruken av oljeinntektene over tid. Det følger av dette at dersom vi bruker mer enn forventet avkastning i en periode, må vi bruke mindre enn den forventede avkastningen i andre perioder.

Handlingsregelen åpner for at bruken av oljeinntektene til en viss grad kan tilpasses konjunktursvingningene. Finanspolitikken vil i så fall avlaste pengepolitikken, i den forstand at inflasjonsmålet og dermed den nominelle stabiliteten da kan nås med mindre endringer i pengepolitikken.

Men å åpne for diskresjonær bruk av finanspolitikken innebærer også fristelser. Det vil nok alltid være lettere å øke pengebruken over offentlige budsjetter i en lavkonjunktur, enn det vil være å stramme inn når konjunktorene igjen snur. Finanspolitikken kan i så fall vise seg å bli mer ekspansiv over tid enn det handlingsregelen tilsier. Det vil måtte motvirkes av en strammere pengepolitikk, og det er i tillegg fare for at de oppstår tvil om handlingsregelen faktisk gjelder. Hensynet til troverdigheten kan derfor i seg selv trekke i retning av at konjunktursensyn bare meget sjelden bør lede til diskresjonære avvik fra hovedregelen. De automatiske stabilisatorer vil likevel virke.

Jeg tror nok at våre politikere ser denne faren.. I nasjonalbudsjettet for 2002 ble budsjettbalansen aktivitetskorrigeret med 5,1 milliarder kroner. Dette viser at vi er i en høykonjunktur. Allikevel ble det lagt opp til en bruk av oljeinntektene i 2002 identisk med forventet realavkastning av Petroleumsfondet ved inngangen til budsjettåret. Det er dermed kun via de automatiske stabilisatorene at finanspolitikken vil tilpasses konjunkturforløpet i innværende år. Jeg tolker dette slik at terskelen er høy for å avvike fra hovedregelen.

Strukturelle virkninger på norsk økonomi

Som det vel har ligget under i fremstillingen så langt, er det pengepolitikken som skal møte den andre utfordringen: Hindre at en økt bruk av oljeinntektene fører til nominell ustabilitet. Selv om det er usikkerhet ved så mangt, tror jeg ikke det er grunn til å bekymre seg alvorlig for pengepolitikkenes evne til å levere nominell stabilitet over tid, i hvert fall så lenge finanspolitikken er stabil og forutsigbar. Men rentenivået vil selvsagt måtte tilpasses.

En utvikling der en går fra en finanspolitisk handlingsregel som sikter mot nøytralitet til en langsiktig, gradvis innfasing av oljeinntektene med bibehold av nominell stabilitet, vil ha bygget inn i seg enkelte justeringsmekanismer som vil være kontroversielle. Ikke minst gjelder det virkningene på vår næringsstruktur. Økt pengebruk over offentlige budsjetter og/eller skatte- og avgiftslettelse vil føre til at samlet innenlands etterspørsel øker. En vesentlig del av denne etterspørselsøkningen vil rette seg mot privat og offentlig tjenesteyting. Skjermet sektor vil måtte legge beslag på en større del av tilgjengelig arbeidskraft. Dette kan i en økonomi med full kapasitetsutnyttelse i praksis bare skje ved at det overføres ressurser fra konkurranseutsatt til skjermet sektor.

Uavhengig av innfasingen av oljeinntektene ser vi for oss en vekst i sysselsettingen i skjermet sektor framover. Det er ikke vanskelig å tenke seg at innfasingen av oljeinntektene forsterker denne utviklingen.

Med økt bruk av oljeinntektene vil den forventede reduksjonen i sysselsettingen i industrien forsterkes. Omstillingen kan komme i stand gjennom en svekkelse av konkurranseevnen og lønnsomheten i konkurranseutsatt virksomhet. Pengepolitikken kan ikke påvirke denne omstillingen på lang sikt. På kort og mellomlang sikt vil likevel en pengepolitisk reaksjon gi midlertidige virkninger på forløpet i realøkonomien. Innfasing av oljeinntektene kan raskt føre til et press på realressursene som igjen kan gi et press i retning av økt innenlandsk lønns- og prisvekst. Pengepolitikken må i så fall tilpasses slik at den motvirker inflasjonspresset. Et høyere rentenivå relativt til utlandet kan føre til en nominell appresiering. Dette gir en svekkelse av konkurranseevnen og bidrar til å redusere sysselsettingen i konkurranseutsatt sektor. Hvor raskt dette vil gå avhenger av hvor stram pengepolitikk som er nødvendig for å motvirke et pris- og lønnspress.

Avslutning

Vi lever i en usikker verden. Økonomien vil stadig bli utsatt for sjokk av ulik karakter. Vi må være forberedt på at økonomiens virkemåte kan bli endret over tid. Ingen vet presist hvordan ulike sjokk vil påvirke økonomien, heller ikke hvilken effekt finans- og pengepolitiske instrumenter vil ha. Stabile rammebetingelser i form av en forutsigbar penge- og finanspolitikk er et bidrag til å redusere noe av denne usikkerheten. For økonomiske aktører er dette et gode. Pengepolitiske beslutninger treffes også under usikkerhet. Dette er den viktigste utfordringen man står overfor i utformingen av pengepolitikken.

Med den innfasingen av oljeinntektene som nå ligger til grunn, vil finanspolitikken bli ekspansiv i mange år framover. Dette vil bidra til å stimulere innenlandsk etterspørsel og dermed påvirke handlingsrommet for pengepolitikken på mellomlang sikt. Pengepolitikken må være strammere enn hva den ellers ville vært. Konsekvensene av å ta i bruk en økende andel av oljeinntektene blir en utfordring for mange, både innenfor arbeids- og næringslivet og de politiske, besluttende organer.

En gradvis innfasing av oljeinntektene er klart å foretrekke framfor store, og til dels uforutsigbare, endringer i finanspolitikken fra år til år. Uten klare rammer for bruk av oljeinntektene, kunne det oppstått stor usikkerhet om utformingen av den økonomiske politikken framover. For pengepolitikken er handlingsregelen ikke en utfordring, men et gode.

Men, når konsekvensene for næringsstrukturen av handlingsregelen blir synlig, er det ikke gitt at alle vil være like begeistret. Er vi samtidig i en situasjon med en sterk valutakurs, kan det bli framført ønsker om at pengepolitikken skal motvirke en sterk kronekurs, selv om vi er på plass i forhold til inflasjonsmålet. Det verken kan eller skal pengepolitikken gjøre. Pengepolitikken oppgave er å bidra til lav og stabil inflasjon. Å sette ned renten for å svekke kronen, og dermed sette inflasjonsmålet i fare, ville bety at vi ikke gjorde jobben vår. Det ville heller ikke endre det omstillingsbehov som den økte bruken av oljeinntektene innebærer, men bare øke kostnadene ved den.

Takk for at dere vil høre på.

Referanser

1. "Utdyping: Virkninger av en renteendring" i Inflasjonsrapport 4/2000, Norges Bank
2. Economic models of the Bank of England, Bank of England (1999).
3. En nærmere omtale av bruken av RIMINI i arbeidet med inflasjonsanslaget er gitt i: Kjetil Olsen og Fredrik Wulfsberg: "Hvilken rolle spiller vurderinger og skjønn i bruken av den makroøkonomiske modellen RIMINI", Penger og Kreditt nr. 1, mars 2001, Norges Bank.
4. Risikomodellen er nærmere omtalt i "Utdyping: Vurderinger av risikoen rundt inflasjonsanslaget" i Inflasjonsrapport 2/2001, Penger og Kreditt nr. 3, november 2000, Norges Bank.
5. Frøyland, Espen og Ingunn Lønning (2000): "Betydningen av usikkerhet i pengepolitikken", Penger og Kreditt nr. 3, november 2000, Norges Bank.
6. Duisenberg, Willem F. (2000): "Making monetary policy in a broad monetary union", BIS Review 2000/8.
7. Blinder, A., C. Goodhart, P. Hildebrand, D. Lipton, C. Wyplosz (2001): "How Do Central Banks Talk?" Geneva Report on the World Economy 3, May 2001.