

# Pengepolitikk i en usikker verden

Visesentralbanksjef Jarle Bergo. Foredrag for Sparebank1 Nord-Norge, Sommarøy, 23. november 2001

## SAMMENDRAG

*Omtalen bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i Hovedstyret 31. oktober.*

Den økonomiske politikken i Norge er basert på nye handlingsregler for finanspolitikken og pengepolitikken. De nye handlingsreglene ble gjort offentlig av Regjeringen 29 mars i år, i forbindelse med framlegget av Regjeringens langtidsprogram. Inflasjonsmålet for pengepolitikken ble gjort gyldig straks. Handlingsregelen for finanspolitikken ble drøftet i Stortinget i juni. Et flertall sluttet seg til å bruke den forventede realavkastningen av oljefondet.

Pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser.

Lav og stabil inflasjon er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til vekst, velferd og inntektsfordeling. På lang sikt påvirkes sysselsetting og produksjon i liten grad av pengepolitikken. Lav og stabil inflasjon kan gi gode vilkår for stabilitet og vekst. Det reduserer mulighetene for feilinvesteringer og "bobler" i finans- og eiendomsmarkedene. Nominell stabilitet vil også redusere risikoen for plutselige endringer og sjokk som kan føre til konjunkturomslag.

De siste hundre årene har vi hatt tre store inflasjonsepisoder - under første verdenskrig, andre verdenskrig og inflasjonen etter oljeprissjokkene i 1970- og 80-årene (som satte i gang lønns- og prisspiraler). Ingen av disse periodene vil bli husket som spesielt fremgangsrike. Det beste bidraget pengepolitikken kan gi til sysselsetting, vekst og velferd er lav og stabil inflasjon.

Historisk har den økonomiske veksten vært høy i perioder med relativt lav inflasjon, og lav i perioder med særlig høy inflasjon. Et motstykke til dette er at reallønnsveksten - som over tid reflekterer utviklingen i produktiviteten - de siste 20 årene har vært høyest når inflasjonen er lav. I 1980-årene fikk vi høy nominell lønnsvekst uten dekning i realøkonomien. Det ga inflasjon og lav reallønnsvekst. I 1990-årene var det grunnlag for høy reallønnsvekst. Moderate nominelle lønnstillegg falt da sammen med høy reallønnsvekst, fordi inflasjonen var lav.

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. Hvor kraftige disse effektene er vil avhenge av situasjonen når renten endres og hvordan renteendringen blir oppfattet. 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 prosents inflasjon.

Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir høyere enn 2½ prosent, vil renten bli økt. Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir lavere enn 2½ prosent, vil renten bli satt ned. Det er like viktig å unngå for lav som for høy inflasjon.

Inflasjonsmålet setter rammene for pengepolitikken. Norges Banks hovedstyre fatter vedtak om endringer i renten. Hovedstyret står samlet for bankens beslutninger. Hovedstyret møtes hver tredje uke. På annet hvert møte drøftes pengepolitikken grundig. Vedtak om renteendringer vil normalt bli fattet på disse rentemøtene. Hovedstyret drøfter de økonomiske utsiktene i et eget kveldsmøte tre uker før inflasjonsrapporten legges fram. På bakgrunn av foreløpige anslag til rapporten vurderer hovedstyret utsiktene for inflasjonen om to år og usikkerheten rundt anslagene. Dagen etter sammenfatter hovedstyret sin drøfting og vurderer konsekvensene for utformingen av pengepolitikken de neste fire månedene. Denne vurderingen er en viktig intern referanse når hovedstyret senere tar stilling til renten. Den vil også være et grunnlag for vår eksterne kommunikasjon i foredrag og media. Resultatet av Hovedstyrets behandling offentliggjøres i pressemelding umiddelbart etter rentemøtene hver sjette uke.

Inflasjonen i Norge bestemmes av både innenlandske og internasjonale prisimpulser. Innenlandske prisimpulser påvirkes av tilstanden i norsk økonomi. Lønnskostnadsveksten, etterspørselen etter varer og tjenester og konkurranseforhold har stor betydning for prisveksten. Internasjonale prisimpulser kommer via prisene på de konsumvarene og innsatsvarene vi importerer. Disse prisimpulsene vil blant annet påvirkes av utviklingen i internasjonale råvarepriser, konsumpriser og valutakursen.

## Det internasjonale bildet

Usikkerheten om den internasjonale utviklingen er uvanlig stor. Terrorangrepet i USA 11. september kan ha påvirket adferd og reaksjonsmønster slik at historiske erfaringer ikke gir like gode holdepunkter. Tegnene til tilbakeslag i USA, Japan og andre asiatiske land er blitt stadig klarere og europeiske land preges av stagnasjon.

I USA har det snudd raskt, etter sterk vekst gjennom nesten hele 1990-tallet. Dette reflekteres både gjennom aksjemarkedet og husholdningenes forventninger. Terrorangrepet kom på et tidspunkt der økonomien var svært sårbar. Indikatoren for husholdningenes tillit falt kraftig i oktober. Tallene for detaljomsetning i oktober kan likevel tyde på at husholdningene nå har begynt å bruk penger igjen. Det var særlig bilsalget som trakk opp veksten i oktober. Bilforhandlernes tilbud om null-rente ved billån har bidratt til dette. Men det var også vekst i øvrige varer. Rentenedgangen har trolig bidratt til at særlig kjøp av såkalte "varige goder" som biler og hvitevarer blir attraktive.

Nedgangen i USA har smittet over på de europeiske økonomiene. Andre kanaler enn handel har trolig betydd mye. Forventningene kan påvirkes raskt.

Industriproduksjonen faller markert i alle de store områdene i verdensøkonomien.

Høy samvariasjon mellom aksjekursene i ulike land kan være en viktig smittekanal. Aksjekursene internasjonalt falt gjennom sommeren. Etter et kraftig fall 11. september har aksjekursene tatt seg opp igjen og er på samme nivå som i begynnelsen av september.

Omslaget sprer seg også gjennom andre kanaler. Sårbare økonomier med høy statsgjeld må betale meget høye renter for å låne penger.

Kredittrisikopremiene har også økt i USA. Rentedifferansene for ulike kredittobligasjoner målt mot statsobligasjoner har vært på et høyt nivå lenge. Nivået er ytterligere økt i forbindelse med terrorangrepet.

Med utsikter til nedgang i sine økonomier har mange sentralbanker redusert rentene. For flere land ventes det ytterligere rentenedgang på kort sikt (3 mnd). Det ventes imidlertid en viss renteøkning på noe lengre sikt (12 mnd). Realrentene i mange land er på et lavt nivå historisk sett.

Internasjonalt har anslagene for veksten inneværende år blitt kraftig nedjustert i løpet av året. Tidligere har nedgang i noen områder ofte blitt motvirket av oppgang i andre områder. Nedgangen nå kan se ut til å bli mer samstemt enn de vi hadde i 1975, 1982 og 1991. I løpet av sommeren og høsten er det kommet mye dårlig nytt fra verden rundt oss. De tragiske hendene 11. september har gjort bildet enda mørkere og usikkerheten er større enn før. Også vekstprognosene for neste år er kraftig nedjustert.

Vi har justert ned anslaget for BNP-veksten for våre handelspartnere. Det er usikkert når verdensøkonomien snur igjen. Vi venter likevel at den internasjonale rentenedgangen og de finanspolitiske stimulansene som er satt i gang i USA og i mange europeiske land vil bidra til at veksten i både USA og Europa tar seg opp i andre halvår 2002 og inn i 2003.

Også anslagene for konsumprisveksten hos våre handelspartnere er nedjustert - med ¼ prosentpoeng i 2002.

## **Utsiktene for norsk økonomi**

Gjennom sommeren så det lenge ut til at norsk næringsliv var lite påvirket av den internasjonale utviklingen. I løpet av høsten er det blitt stadig klarere at omslaget også vil merkes i Norge. Særlig eksportnæringene møter nå lavere etterspørsel og fallende priser. Oljeprisen har falt til under 20 USD. Men arbeidsmarkedet er fortsatt stramt. Den nye handlingsregelen for finanspolitikken innebærer økt bruk av oljepenger og vil bidra til å holde presset på ressursene oppe i årene fremover.

Oljeprisen har falt kraftig siden 11. september. Nå har OPEC betinget et eventuelt produksjonskutt på kutt fra andre produsenter. De siste dagene har oljeprisen ligget på rundt 18 USD per fat. Dette er en nedgang på 10 USD siden 10. september. I markedet for fremtidige kontrakter for kjøp av olje ligger prisen i underkant av 20 USD de neste to årene.

Det prises nå inn større usikkerhet i markedet for framtidige oljepriser enn før terrorangrepene i USA.

Kronekursen målt mot våre viktigste handelspartnere har styrket seg med 7 prosent siden våren 2000. Men kronekursen er om lag 2,5 prosent svakere enn i 1990, og på samme nivå som midt på 90-tallet. Styrkingen av den effektive kronekursen det siste halvannet året følger i stor grad en svekkelse av den svenske kronen. Norske kroner har styrket seg med nærmere 20 prosent mot svenske kroner siden våren 2000. Mot andre valutaer er kronen mer stabil.

Eksportvolumet og eksportprisene faller. Tall fra utenrikshandelsstatistikken indikerer et fall i eksportvolumet på 4,2 prosent og et fall i eksportpriser på 3,0 prosent fra tredje kvartal i fjor til samme periode i år. Prisen på aluminium er nær 20 prosent lavere enn i oktober i fjor. Lakseprisene falt med i overkant av 10 prosent i samme periode.

I Norge har industriproduksjonen falt litt i år, men mindre enn i USA, Europa og Sverige. Norge tok på den annen side heller ikke del i oppgangen mot slutten av 1990-tallet. I følge Konjunkturbarometeret til Statistisk sentralbyrå rapporterte industriledere om fall i sysselsetting, produksjon og ordretilgang fra andre til tredje kvartal i år. Det er særlig eksportrettet industri som viser tegn til svakere utvikling. Industriledernes vurderinger av 4. kvartal er mindre positive enn foran forrige kvartal.

Det er lite ledige ressurser i arbeidsmarkedet. Den registrerte ledigheten har vært stabil på om lag 2,5 prosent siden begynnelsen av 1998. Langtidsledigheten er lav. Mesteparten er ledige en kort periode (frikjonsledighet). Arbeidsledigheten har økt noe de siste månedene. Sysselsettingen øker lite. Det er særlig på Østlandet ledigheten har gått opp. I etterkant av terrorhandlingene har lufttransport- og reiselivsnæringene meldt om nedbemanninger. Det er også varslet nedbygging innenfor prosessindustrien.

De nye handlingsreglene for finanspolitikken vil bidra til å stimulere aktiviteten i landet, fordi oljeinntektene nå skal fases inn i økonomien. Handlingsregelen gir ifølge Regjeringens anslag en gjennomsnittlig årlig økning i bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet på om lag 0,4 prosent av BNP for Fastlands-Norge for årene 2002 til 2010.

I Inflasjonsrapport 3/2001 tok vi utgangspunkt i Nasjonalbudsjettet for 2002 for våre anslag for finanspolitikken. I tilleggsproposisjonen fra den nye samarbeidsregjeringen legges det opp til noen flere endringer. Bruken av oljeinntekter foreslås fortsatt å økes med 6 mrd kroner fra 2001, eller 0,6 prosent av trend-BNP. Det foreslås en reduksjon i skatter og avgifter (bokført) på 7,2 mrd kroner. Det er 3,4 mrd kroner mer enn sist. Den reelle underliggende utgiftsveksten anslås til 1¼ prosent. Det er ¾ prosentpoeng lavere enn forslaget fra Stoltenberg. Rammene for statsbudsjettet vil bli diskutert og avklart i stortingsdebatten 27. og 28. november.

Vi venter moderat vekst i fastlandsøkonomien de neste to årene. Anslagene for BNP-veksten er om lag på linje med vekstevnen i økonomien. Det som holder veksten oppe er husholdningenes forbruk og det offentlige kjøp av varer og tjenester. Realinvesteringene og eksporten trekker veksten ned. God forbruksvekst gir høy etterspørsel etter arbeidskraft i offentlig og privat tjenesteyting, mens lav internasjonal vekst og lavere oljeinvesteringer

demper veksten i sysselsettingen. Med et fortsatt stramt arbeidsmarked venter vi at lønnskostnadsveksten holder seg høy de nærmeste årene.

## Inflasjonsanslaget

Ekspansiv finanspolitikk, vekst i privat forbruk og fortsatt høy vekst i lønnskostnadene bidrar til høy prisvekst på hjemmeproduserte varer og tjenester. Samtidig venter vi et midlertidig fall i prisene på importerte konsumvarer som følge av lavere råvare- og produsentpriser internasjonalt, dempet vekst i internasjonale konsumpriser og styrket kronkurs. Etter hvert som disse effektene uttømmes og den økonomiske veksten internasjonalt trolig tar seg opp igjen, vil importprisveksten kunne komme opp på et mer normalt nivå.

I tillegg til å gi punktanslag forsøker vi å analysere usikkerheten i våre inflasjonsprognoser. Deler av industrien har lønnsomhetsproblemer som følge av høyt kostnadsnivå og internasjonale konjunkturer, mens etterspørselen er stor i skjermet sektor. Økte spenninger i arbeidsmarkedet setter den tradisjonelle lønnsdannelsen under press.

Risikobildet preges imidlertid av usikkerheten om den internasjonale utviklingen. Det er liten oppside internasjonalt, men stor mulighet for at den internasjonale stagnasjonen varer lenger enn vi har lagt til grunn. I så fall er det stor mulighet for at også øvrig privat innenlandsk etterspørsel har en nedside.

Hvis veksten i verdensøkonomien tar seg opp igjen slik vi har lagt til grunn, venter vi at prisstigningen blir rundt 2½ prosent om to år. I mellomtiden kan prisstigningen bli noe lavere på grunn av nedgangskonjunkturen ute og fall i prisene på importerte varer. Samlet sett er det, slik Norges Bank ser det, mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere.