

# Pengepolitikken og utviklingen i norsk økonomi

Sentralbanksjef Svein Gjedrem

Foredrag for Næringsforeningen i Trondheim 17. oktober 2001

Med forbehold om endringer under fremføringen

## Innledning

Den økonomiske utviklingen og utsiktene for norsk og internasjonal økonomi er preget av usikkerhet etter terrorangrepet på USA 11. september. I tiden etter angrepet er tegnene på tilbakeslag i USA, Japan og andre asiatiske land blitt stadig klarere. De europeiske økonomiene preges av stagnasjon. Kraftige stimulanser i den økonomiske politikken, særlig i USA, kan bidra til at veksten tar seg opp igjen i løpet av neste år. Risikoen for et dypere og mer langvarig tilbakeslag i verdensøkonomien har likevel økt i løpet av den siste måneden.

Fram til denne høsten var norsk økonomi lite påvirket av omslaget internasjonalt. Det synes nå klart at omslaget vil merkes også i Norge. Flere norske bedrifter, i eksportnæringene og i reiselivet, har fått merke følgene av at husholdninger og næringsliv verden over er blitt mer forsiktige. Også investeringene i fastlandsbedriftene vil trolig gå ned.

Nedgangen ute, sammen med en styrking av den norske kronen det siste året, vil trolig slå ut i lavere priser på importerte varer og dermed lavere samlet prisvekst. Det sterke fallet i verdien av svenske kroner vil bidra til reduserte marginer i varehandel og andre næringer. Det er på den annen side knapphet på arbeidskraft i store deler av norsk økonomi. Det vil bidra til å holde lønns- og prisveksten oppe.

Økt bruk over statsbudsjettet av inntektene fra petroleumsvirksomheten vil bidra til å øke samlet etterspørsel etter varer, tjenester og arbeidskraft i flere år fremover. For neste år ligger det an til at stimulansen fra finanspolitikken blir større enn det Norges Bank hittil har bygget på når vi har satt renten. Satsingen på skoler og boligbygging vil kunne gi merkbare utslag i byggesektoren, der arbeidsmarkedet i utgangspunktet er stramt. En betydelig økning i husholdningenes realinntekter vil bidra til fortsatt god vekst i det private forbruket. Selv etter fallet den siste måneden ligger oljeprisen på et nivå som gir grunnlag for store investeringer i olje- og gassutvinning og høye forventninger om Norges framtidige inntekter. Presset på realressursene ville raskt ført til at inflasjonen tiltok hvis ikke pengepolitikken hadde bidratt til å dempe etterspørselen. Dette presset vil fortsatt kreve et høyere rentenivå i Norge enn i de fleste industriland.

Høy vekst i lønnskostnadene har i flere år bidratt til å svekke lønnsomheten i næringslivet. Når kronekursen nå er tilbake på det nivået den hadde midt på 1990-tallet, blir virkningene av den høye kostnadsveksten tydelige for norske eksport- og importkonkurrerende bedrifter. Inntjeningen i næringslivet svekkes. Kombinasjonen av svake internasjonale konjunkturer, stramt arbeidsmarked, ekspansiv finanspolitikk, høyt kostnadsnivå og sterk kostnadsvekst,

som må motvirkes av en temmelig stram pengepolitikk, vil fremskynde og forsterke nedbyggingen av vårt konkurranseutsatte næringsliv.

## Retningslinjene for pengepolitikken

29 mars i år foreslo Regjeringen Stoltenberg en ny handlingsregel for finanspolitikken, som innebærer en bruk av oljeinntekter tilsvarende den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Et klart flertall i Stortinget sluttet seg til Regjeringens langsiktige strategi for bruk av oljeinntektene.

Samtidig fastsatte Regjeringen nye retningslinjer for pengepolitikken. Pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en vekst i konsumprisene på 2 ½ prosent.

Det er nevnt en rekke forhold pengepolitikken ikke skal reagere på. Blant disse er direkte virkninger på konsumprisene av endringer i skatter, avgifter eller særskilte forstyrrelser. Pengepolitikken bør ikke reagere på slike midlertidige endringer i prisveksten. Det ville ført til at pengepolitikken utsetter økonomien for unødige svingninger. Det er dessuten utsiktene for inflasjonen over noe tid som er avgjørende for innrettingen av politikken.

De nye retningslinjene for pengepolitikken ble gjort gjeldende umiddelbart. Dette kunne gjøres uten at det i seg selv førte til vesentlige endringer i utøvelsen av pengepolitikken. Tallfesting av et mål for prisstigningen, i tråd med det som er vanlig internasjonalt, har gjort kommunikasjonen av norsk pengepolitikk lettere.

Fra mai 1994 var pengepolitikken rettet inn mot stabilitet i kronens verdi mot europeiske valutaer. Utviklingen fra årsskiftet 1996/97 viste imidlertid at valutakursen ikke lenger var godt egnet som operativt mål for pengepolitikken. Norges Bank la derfor økende vekt på lav og stabil inflasjon som en grunnleggende forutsetning for kursstabilitet. Det beste bidraget pengepolitikken kunne gi til stabilitet i kronekursen var lav og stabil inflasjon på linje med inflasjonen i de landene en ønsket å holde en stabil kurs i forhold til.

Til og med 1992 førte vi en fastkurspolitikk. Den faste kursen var da det nominelle ankeret for inflasjonen i Norge. Innføringen av fast valutakurs i 1986 avløste en lang periode som startet tidlig på 1970-tallet, med et svakt nominelt ankerfeste. Denne perioden var preget av høy inflasjon som ble akkomodert av pengepolitikken.

Lav og stabil inflasjon er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til vekst, velferd og inntektsfordeling. Nominell stabilitet er avgjørende for at bedrifter og husholdninger skal kunne ha tillit til pengeverdien. Avtaler om kjøp og salg, om lån og om renter blir sluttet i nominelle kroner. Beslutninger både i offentlig sektor og i næringslivet skjer på grunnlag av dagens kroneverdi. Skattesystemet er i nominelle satser. Med tillit til pengenes verdi kan kontrakter inngås og investeringer planlegges uten den usikkerheten som oppstår med høye og variable inflasjonsrater. Høy og variabel inflasjon vil dessuten føre til en utilsiktet omfordeling av ressurser og inntekter. Det gir dårlige vilkår for vekst og velferd.

Med lav og stabil inflasjon vil prisene fungere bedre som informasjonsbærere i markedene. Det vil bidra til å redusere mulighetene for "bobler" og feilinvesteringer. Historien forteller oss at nedgangstider følger etter bobler som brister. Lav og stabil inflasjon reduserer risikoen for at økonomien selv skaper plutselige endringer og sjokk som kan føre til konjunkturomslag.

## Gjennomføringen av pengepolitikken

Pengepolitikken virker med et temmelig langt 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 målet om 2½ prosent inflasjon.

Virkningene av renteendringer er usikre. I tillegg kan det være vanskelig å bedømme den aktuelle situasjonen på bakgrunn av den informasjonen som til enhver tid er tilgjengelig. Ulike indikatorer kan peke i forskjellige retninger og økonomisk statistikk blir i hovedsak gjort tilgjengelig med et visst tidsetterslep. Dette taler for å gå skrittvis fram i rentesettingen. Vi vil da få ny kunnskap og kan justere renten underveis.

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. Her er det symmetri. Det er like viktig å unngå for lav som for høy inflasjon.

Norges Bank offentliggjør sine inflasjonsanslag i inflasjonsrapporter tre ganger i året (hver fjerde måned). Inflasjonsrapportene inneholder både et punktanslag og et usikkerhetsintervall rundt anslaget.

## Den økonomiske utviklingen

Anslagene for veksten i internasjonal økonomi er justert kraftig ned den siste tiden. Det ventes nå stagnasjon i verdensøkonomien i høst. Fra desember i fjor til august i år har veksten hos våre handelspartnere blitt halvert. De tragiske hendene 11. september vil bidra til ytterligere å dempe aktiviteten i de amerikanske, asiatiske og europeiske økonomiene.

Tidligere har tilbakeslag i noen områder ofte blitt motvirket av oppgang i andre områder. Det har dempet virkningene for verdensøkonomien under ett. Det bildet vi ser denne gangen er annerledes. Omslaget ser ut til å bli mer samstemt enn ved nedgangene i 1975, 1982 og 1991. For første gang siden 1974 er det nå konjunkturedgang i USA, Japan og Tyskland samtidig.

Veksten i USA, Europa og Japan forventes å bli langt lavere også i 2002 enn tidligere antatt <sup>1</sup>. Det skyldes at veksten inn i neste år nå ser ut til å bli lav, og at mange nå venter at tilbakeslaget vil vare ved en tid før det snur.

Industriproduksjonen faller markert i alle de store områdene i verdensøkonomien. I USA har det snudd raskt, etter sterk vekst gjennom nesten hele 1990-tallet. Både private investeringer og eksporten falt gjennom første halvår. Hittil har privat konsum holdt veksten

oppe. De negative utviklingstrekkene i verdensøkonomien og den urolige politiske situasjonen etter terrorangrepene kan nå påvirke husholdningenes forventninger negativt og derigjennom få konsekvenser for privat konsum. Stemningen blant amerikanske husholdninger er blitt mer negativ.

Også de europeiske økonomiene merker nå tilbakeslaget. Andre kanaler enn handel har trolig betydd mye. Forventningene kan påvirkes raskt.

Den svake økonomiske utviklingen internasjonalt kommer til uttrykk i aksjekursene. Kursene på de fleste børser har falt siden årsskiftet. Aksjekursene i ulike land har en tendens til å følge hverandre, og fallet i aksjekursene har spredd seg raskt. Virkningene av fallet rammer flere land samtidig. Foretak som har sin virksomhet over hele verden, kan være en annen kanal. Svake resultater i ett område blir møtt med nedbemanning og utsettelse av investeringer i hele virksomheten. Ulike indikatorer tyder på en klar avmatning av veksten i industriproduksjonen i Europa.

Oljeprisen holdt seg lenge oppe til tross for nedgangen internasjonalt, men den har falt siden 24. september og har de siste ukene ligget i overkant av 20 USD per fat. Oljeprisen ligger fortsatt på et nivå som gir grunnlag for store investeringer i olje- og gassutvinning og høye forventninger om Norges framtidige inntekter.

Samtidig har usikkerheten økt sterkt. Markedet priser inn økt risiko både for avstengning av oljekilder og for en sterkere nedgang internasjonalt.

Mange sentralbanker har redusert rentene i løpet av inneværende år. Flere rentekutt har kommet i løpet av den siste måneden. Realrentene i mange land er lave. Lettelsen i pengepolitikken vil motvirke nedgangen. I USA og i enkelte andre land vil i tillegg en ekspansiv finanspolitikk bidra til at veksten etter hvert kan ta seg opp.

På grunn av den internasjonale utviklingen er usikkerheten og nedsiderisikoen nå større for flere norske eksportnæringer. Prisene på viktige eksportvarer som fisk, aluminium og avisepapir har falt mye i den senere tid. Industriproduksjonen i Norge har falt litt i år, men fallet er mindre enn i USA, Euroområdet og Japan. Det reflekterer at strukturen i industrien er forskjellig og at norsk industri heller ikke tok del i den sterke oppgangen på slutten av 1990-tallet og i fjor. Så langt i år har oljeinvesteringene stabilisert seg om lag på nivået fra i fjor.

Vi har i den siste tiden også sett et fall i aksjekursene på Oslo Børs. Det fører til nedgang i norske formuer. Norske husholdninger og bedrifter har i de senere årene plassert en økende andel av sin formue i internasjonale aksjer. Pensjonskasser, livselskaper og husholdninger har økt sine plasseringer i aksjefond. Aksjer og verdipapirfond utgjør bare om lag 10 prosent av husholdningenes samlede formue. Kursfallet har derfor trolig begrenset direkte effekt på husholdningenes forbruk. Innbetalingene til private og kommunale pensjonskasser må likevel øke. For bedrifter med høy gjeld kan aksjekursfallet også gjøre det vanskeligere å finansiere realinvesteringer.

Norge er en svært åpen økonomi mot omverdenen. Vi er derfor svært avhengige av verden omkring oss. Men ofte påvirkes vi annerledes enn andre industriland. Det skyldes at vår næringsstruktur er forskjellig.

Norsk industri er lite utsatt i IKT-sektoren, der nedgangen internasjonalt har vært størst. Den mest eksportutsatte delen av norsk industri er prosessindustrien, som står for over 50 prosent av tradisjonell vareeksport. Prosessindustrien er imidlertid svært kapitalintensiv og sysselsatte bare 19 prosent av de ansatte i industrien i fjor. Endringer i denne produksjonssektoren slår derfor sjelden ut i sysselsettingen i særlig grad. Denne delen av norsk industri omfatter blant annet oljeraffinering, kjemisk og mineralisk industri, metallindustrien og treforedling. Norske teknologibedrifter, som blant annet omfatter verkstedindustrien, er mer arbeidskraftintensive, men produserer i større grad for hjemmemarkedet enn hva som er vanlig i mange andre land. To tredeler av produksjonen leveres til hjemmemarkedet og petroleumsvirksomheten. Denne sektoren bærer i tillegg preg av å være nisjepreget teknologiindustri, har ingen masseindustri og det er få store selskaper med omfattende aktivitet i andre land. Dette er forhold som kan gjøre virksomheten noe mindre avhengig av internasjonale konjunkturer.

Den svake utviklingen internasjonalt har nå også ført til at prisen på råvarer har falt. Metaller, og særlig aluminium, utgjør en stor andel av eksporten fra Fastlands-Norge. De siste månedene har aluminiumsprisen falt noe, men er fortsatt på et høyt nivå i forhold til gjennomsnittet de siste årene.

Også fiskeprisene har avtatt i det siste. Økt tilbud fra andre land sammen med redusert internasjonal etterspørsel har bidratt til prisfallet. Prisen på fersk laks ligger på samme nivå som i siste halvdel av 1990-tallet.

En annen sektor som etter hvert har fått merke den internasjonale avmatningen, er treforedlingsindustrien. Etter en kraftig oppgang i starten av året, har eksporten av treforedlingsprodukter falt de siste månedene.

Trøndelagsfylkene er ikke typiske industrifylker. En stor del av den industrielle virksomheten er knyttet opp mot matvareindustrien som i hovedsak produserer for hjemmemarkedet. I tillegg finnes trelastindustri og verkstedindustri. Det ligger også store oppdrettsanlegg langs Trøndelagskysten. Næringslivet i Trøndelag vil trolig særlig merke nedgangen innenfor treforedlingsindustrien og i oppdrettsnæringen. Jeg vil også tro at handelsnæringen merker konkurranstrykket fra Sverige.

Utvinningsen av de store gassforekomstene i Norskehavet utenfor Midt-Norge er viktig for næringslivet i regionen. Utviklingen i olje- og gassprisene fremover kan derfor etter hvert få stor betydning for Trøndelagsfylkene.

Norske husholdningers forventninger til egen og landets økonomi holdt seg oppe gjennom sommeren, i motsetning til i USA og store deler av Europa. De siste månedene har varekonsumet holdt seg relativt stabilt, etter en vekst på nyåret i år. I følge tall for igangsetting av nye boliger er det fortsatt vekst i boliginvesteringene. Variasjonen mellom regionene er stor. Sør-Trøndelag bidrar sterkt til igangsettingen av nye boliger.

Norsk økonomi er fortsatt preget av høy kapasitetsutnyttelse med få ledige ressurser i arbeidsmarkedet. Den registrerte ledigheten har vært lav siden høsten 1998. Enkelte bransjer merker imidlertid nå som nevnt den internasjonale avmatningen. I offentlig sektor og i bygge- og anleggssektoren er det fortsatt vekst i sysselsettingen. Et ekspansivt statsbudsjett vil trolig bidra til at sysselsettingen i disse sektorene fortsatt holder seg oppe.

Det er store regionale forskjeller i arbeidsledigheten. Ved utgangen av september hadde 3,2 prosent av arbeidsstyrken i Sør-Trøndelag og 3 prosent i Nord-Trøndelag meldt seg som ledige. Dette er over landsgjennomsnittet på 2,6 prosent.

Konsumprisveksten i Norge har ligget høyere enn hos våre handelspartnere de siste årene. Tolvmånedersveksten i september var 2,4 prosent. Forløpet siden årsskiftet er sterkt påvirket av endringer i merverdiavgiften og enkelte særavgifter. Utviklingen i strømprisene har også hatt en sterk innflytelse på utviklingen i tolv månedersveksten for konsumprisene. Dette er imidlertid forhold som bare har en forbigående virkning.

Statistisk sentralbyrå offentliggjorde 10. oktober i år en konsumprisindeks uten energivarer og justert for reelle avgiftsendringer. I følge denne indeksen har den underliggende prisveksten avtatt de siste månedene fra 2 ¾ prosent i begynnelsen av året. 12-måneders veksten målt med denne indeksen var 2,3 prosent i september. Ved å se nærmere på prisutviklingen for enkelte av de undergruppene av varer og tjenester som inngår i konsumprisindeksen, får vi et bilde av hvor de ulike bidragene til den underliggende prisveksten kommer fra. Bildet er todelt. Et stramt arbeidsmarked har ført til at kostnadsveksten har holdt seg høy over flere år. Mens prisveksten på norskproduserte varer og tjenester trekker konsumprisveksten opp, bidrar stabile priser på importerte konsumvarer til å holde samlet prisvekst nede.

Som et resultat av det stramme arbeidsmarkedet har norske lønnskostnader de siste årene vokst med rundt 5-6 prosent. Dette er 1½-2 prosentpoeng høyere enn blant våre handelspartnere. Det høyere rentenivået i Norge reflekterer blant annet dette. Vi har måttet holde renten høy for å dempe inflasjonen. I andre land har situasjonen vært en annen, med lav og avtakende prisstigning.

Rentedifferansen mot andre land er trolig en årsak til at kronkursen har styrket seg gjennom det siste halvannet året, etter en om lag tilsvarende svekkelse årene før. Konkurranskursindeksen måler kronkursen mot 25 av våre viktigste handelspartnere. I følge denne indeksen har kronen styrket seg med over 8 prosent siden våren 2000. Kronkursen er nå om lag 2 prosent svakere enn i 1990 og på linje med nivået midt på 1990-tallet.

En styrket kronkurs bidrar til å dempe prisveksten på importerte konsumvarer og tjenester. En sterkere kronkurs betyr isolert sett tap av konkurransevne for norsk næringsliv. Norges Bank kan ikke motvirke denne appresieringen uten samtidig å skape inflasjon, siden vi har et sterkt kostnadspress i den innenlandske økonomien.

Vi har ikke lenger et bestemt kursmål for kronen. Kronen flyter. I likhet med hva som er tilfellet for flere små, åpne økonomier, som for eksempel Sverige, Canada og New Zealand, må vi forvente at kursen på vår valuta vil variere.

En viktig kilde til svingninger i valutakursen, er endringer i bytteforholdet. Bytteforholdet måler prisen på varer og tjenester vi eksporterer i forhold til prisen på de vi importerer. Råvarer og metaller utgjør en vesentlig andel av norsk eksport. Prisen på disse varene svinger mye. Ved en forverring av bytteforholdet vil valutakursen erfaringsmessig svekkes, ved en bedring i bytteforholdet vil kursen styrkes. Valutakursen tjener således som en stabilisator, en buffer, som delvis skjermer økonomien mot endringer i bytteforholdet. Dette er ønskelig.

Olje og gass er de råvarene som utgjør den største andelen av vår eksport. Ved å investere en betydelig del av inntektene fra salg av olje og gass i utenlandske aksjer og obligasjoner gjennom Petroleumsfondet, blir den innenlandske bruken av petroleumsinntektene mindre påvirket av kortsiktige svingninger i oljeprisene. Svingningene i bytteforholdet for norsk økonomi inklusive petroleumssektoren har de siste 20 årene vært tre til fire ganger så store som svingningene i bytteforholdet for fastlandsøkonomien. Petroleumsfondet bidrar til å avlaste kronekursen som buffer.

## **Innfasing av petroleumsinntektene i fastlandsøkonomien**

Størstedelen av norsk oljeformue vil bli pumpet opp over en periode på 40 år, fra 1990 til 2030. Olje- og gassreservene er en del av nasjonens formue. Plassering av inntektene fra salg av olje og gass i Statens Petroleumsfond er en omplassering av deler av denne formuen, fra olje og gass i bakken til "penger på bok". Med en riktig forvaltning av disse midlene kan også framtidige generasjoner nyte godt av de mulighetene denne formuen gir oss.

Svingningene i oljeprisen er store og inntektene kan variere sterkt fra år til år. Med utgangspunkt i dagens nivå på oljeprisen vil en prisøkning på om lag 5 dollar per fat øke overskuddet på statsbudsjettet med 45 milliarder kroner. Det tilsvarer 3 pst av BNP. En prisendring på 5 dollar er godt innenfor de prisvariasjonene vi har sett de siste årene. Med slike variasjoner kan ikke Norge være avhengig av de siste kronene, ei heller de siste milliarder kronene, av oljeinntektene. Finanspolitikken må derfor innrettes på en måte som gjør den robust overfor svingninger i oljeprisen.

Den nylig vedtatte handlingsregelen for finanspolitikken betyr at petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien. Innfasingen skal skje om lag i takt med forventet realavkastning av Petroleumsfondet.

Handlingsregelen innebærer at underskuddet utenom oljeinntektene skal øke i årene fremover. Det gir en stimulans til norsk økonomi hvert år. Det nylig fremlagte Statsbudsjettet er det første som er basert på den nye handlingsregelen.

Det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet har økt med 6 milliarder kroner i forhold til fjorårets budsjett. Dette er mer enn det Norges bank tidligere har regnet med. Statsbudsjettets underliggende utgiftsvekst fra 2001 til 2002 anslås til 2 prosent. Det er imidlertid elementer i Statsbudsjettet som kan bidra til å gjøre effekten av budsjettet mer ekspansiv. Lettelsene i påløpte, ikke innbetalte skatter er mer enn dobbelt så store som lettelsene i de bokførte skattene. Husbankens lånerammer øker. Også tildelingen av subsidierte lån til kommunene for vedlikehold av skolebygninger vil virke ekspansivt. I tillegg

vil jeg nevne at fylkeskommunene får slettet til sammen 2,3 milliarder kroner mer i gjeld enn det som følger direkte av at staten overtar sykehusene.

Industrien i Norge har de siste tretti årene gått gjennom to perioder med kraftig avskalling og nedbemanning. Den første perioden var i årene mellom 1977 og 1984. Den andre perioden var i årene med nedgang og lavkonjunktur fra 1987 til 1992.

Forut for begge nedgangsperiodene svekket industriens kostnadmessige konkurranseevne seg betydelig. Erfaringene viser at det kan ta tid før en slik svekkelse slår ut i produksjon og sysselsetting. Men når omslaget først kommer, kan det skje raskt og bli kraftig. I 1984 var sysselsettingen i industrien om lag 53 tusen - eller om lag 14 prosent - lavere enn i 1977. Fra 1987 til 1992 falt industrisysselsettingen med over 60 tusen, eller nesten 20 prosent.

Utformingen av finanspolitikken påvirker næringsstrukturen gjennom sin virkning på privat og offentlig etterspørsel innenlands. Erfaringene tilsier at hvis den økonomiske politikken først driver fram endringer i næringsstrukturen, lar de seg ikke lett reversere. Det er heller ingen hjelp i å tillate inflasjonen å ta fart, slik den gjorde i 1970- og 1980-årene.

Norges Bank pekte på at handlingsregelen for finanspolitikken vil ha konsekvenser for vilkårene for konkurranseutsatt sektor i vårt brev til Finansdepartementet 27. mars 2001 i forbindelse med endringen av retningslinjene for den økonomiske politikken:

"Norges Bank vil for sin del legge til grunn at en gradvis innfasing av petroleumsinntektene om lag i takt med forventet realavkastning av petroleumsfondet isolert sett vil kunne bidra til at vilkårene for konkurranseutsatt virksomhet svekkes."

Pengepolitikken kan ikke over tid motvirke en slik utvikling.

<sup>1)</sup> Se *Consensus Economics Inc. 8. oktober 2001: Consensus Forecasts*