

Internasjonal økonomi og norsk pengepolitikk

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem. Sørlandskonferansen, Kristiansand, 6. mars 2001

Norge har i løpet av de siste hundre årene gått fra å være et av Europas fattigste land til et av Europas rikeste land. Gevinstene ved internasjonalt varebytte har vært avgjørende. Utenlandsk kapital var viktig da norske naturressurser ble tatt i bruk.

Kapitalbevegelsene over landegrensene har vokst sterkt, særlig de siste årene. Figuren viser direkte investeringer inn og ut av Norge. Dette er strategiske investeringer i eierandeler på 10 prosent eller mer, til forskjell fra porteføljeinvesteringer som normalt er plasseringer i små eierandeler. Norske bedrifter foretok direkte investeringer for 74 milliarder kroner i utlandet i fjor. Tallene ble trukket opp av store oppkjøp i utlandet av Telenor og Norske Skog. De to siste årene har utenlandske bedrifter foretatt slike investeringer for rundt 100 milliarder kroner i Norge. Over tid er det om lag balanse mellom norske oppkjøp i utlandet og utenlandske oppkjøp i Norge.

Staten bygger opp betydelige fordringer på utlandet gjennom Petroleumsfondet. Som følge av disse investeringene får Norge nettofordringer på utlandet. I tillegg har norske forsikringsselskaper og verdipapirfond økt sine utenlandske investeringer merkbart i de senere årene. Samtidig finansierer norske banker en stor del av sine utlån med utenlandsk kapital, og utlendinger kjøper stadig mer norske verdipapirer. Vi ser altså at fordringene i privat sektor øker kraftig både i Norge og i utlandet. Dette er globaliseringens kjerne. Kapitalen flyter dit den kaster mest av seg, uavhengig av landegrensene.

Utfordringene med et globalt kapitalmarked

Det norske kapitalmarkedet er del av et nordisk som igjen i stigende utstrekning blir vevd sammen med et internasjonalt kapitalmarked. Kapitalmarkedene er svært effektive verktøy for å kanalisere midler fra de som sparer til de som investerer. Kapitalmarkedene er en katalysator for omstillinger og vekst, men også for finansielle bobler og kriser. Dette setter nye krav til den økonomiske politikken.

For at et land skal ha nytte av et fritt kapitalmarked, må det bygge opp et lovverk med reguleringer og tilsyn som sikrer stabilitet. Land som i liten grad har utviklet sine kapitalmarkeder, kan ha nytte av noen begrensninger. De bør være varsomme med å åpne opp for brått. Flyten av kapital er som elektrisk strøm. Skikkelig isolering bør være på plass før strømmen koples til.

Da de nordiske landene liberaliserte kredittmarkedene på 1980-tallet, fikk vi problemer blant annet fordi tilsyn og regelverk ikke var tilstrekkelig utviklet. Det samme har vi vært vitne til i krisene som rammet Asia og Russland for noen år tilbake. Et mangelfullt og lite effektivt lovverk og tilsyn ga svak kontroll med finanssektorene i kriselandene.

Liberalisering av kapitalmarkedet innen et land krever nasjonale reguleringer og tilsyn. Liberalisering av kapitalbevegelser på tvers av landegrensene krever samordning og regelverk på det internasjonale plan.

Landene på det europeiske kontinentet har en regional tilnærming til dette. De har bygget opp et sett av lover og regler som regulerer et felles europeisk marked, "det indre marked". Her er også Norge med gjennom EØS-avtalen. Den europeiske monetære unionen fjerner effektivt muligheten til spekulasjon mellom landenes valutaer. Dermed øker stabiliteten i finanssystemet i Europa.

Spesielt for små land er det viktig med internasjonale kjøreregler for det økonomiske samkvemmet med andre land. Samarbeidet i Verdens handelsorganisasjon - WTO - og GATT-avtalen om handel med varer og tjenester er eksempler. Kapitalkoden i regi av OECD, som gir kjøreregler for medlemslandenes lover og regler for kapitalbevegelser, er et annet eksempel. I regi av Det internasjonale valutafondet, IMF, og Den internasjonale oppgjørsbanken, BIS, er det innledet et arbeid for å skape et nytt internasjonalt regelverk og system. Dette arbeidet tar sikte på å redusere farene for, og virkningene av, alvorlige finansielle kriser.

Noe som ikke vil nytte, er å gjeninnføre direkte kontroll med kapitalbevegelser. Til det er teknologien blitt for avansert og omgåelsesmulighetene for mange. Næringslivet er allerede internasjonalt. Kapitalreguleringer er en ulempe for næringslivet i de landene som innfører dem.

Internasjonal utvikling

Det snur ofte brått i internasjonal økonomi. 1998 var preget av pessimisme. Kriselandene i Asia slet. Russland hadde store økonomiske problemer. I fjor, bare to år senere, var veksten i verdensøkonomien den høyeste på 15 år.

Den internasjonale økonomiske utviklingen er nå preget av omslaget i amerikansk økonomi. USA står for vel 20 prosent av verdiskapingen i verden. Omslaget i verdens største økonomi vil merkes, også i Europa. Spørsmålet er hvor alvorlig omslaget blir, og hvor sterkt det vil påvirke de europeiske økonomiene.

Amerikansk økonomi vokste med 5 prosent i fjor. Oppgangen i USA har vart i nærmere 10 år - den lengste oppgangskonjunktoren noensinne. Figuren viser OECDs anslag og den faktiske utviklingen de siste fem årene. Som vi ser, har veksten vært sterkere enn ventet hvert eneste år. Inflasjonen var samtidig moderat, og arbeidsledigheten falt.

At veksten kunne være så sterk og langvarig, ble av mange tilskrevet den såkalte "nye økonomien". Det er særlig tre elementer som inngår i dette begrepet:

- Arbeidsmarkedet var blitt mer fleksibelt. Mens tidligere erfaringer tilsa at lønns- og prisveksten ville tilta ved en arbeidsledighet rundt seks prosent, falt ledigheten til fire prosent i 2000 uten at inflasjonen fikk feste.

- Veksten i arbeidsproduktiviteten tiltok både i IT-bransjen og i annen industri. Anslagene for det årlige vekstpotensialet i amerikansk økonomi er justert betydelig opp, til rundt 4 prosent.
- Kursene på IT-aksjer steg kraftig, med mer enn en seksdobling av Nasdaq-indeksen fra begynnelsen av 1995 til den nådde toppen i mars 2000.

Sterk produktivitsvekst og lav lønnsvekst ga en sterk økning i fortjenesten til bedriftene. Forventninger om stadig stigende fortjeneste ga grunnlaget for en kraftig vekst i investeringene. Samtidig førte stigningene i aksjekursene til at husholdningenes formuer økte. Husholdningene kunne redusere sin løpende sparing og likevel bygge opp formue. De kunne dermed forbruke en stadig større andel av inntektene.

Men ubalanser bygget seg opp. Fallet i husholdningenes sparerate var basert på aksjegevinst, som etter hvert reflekterte urealistiske forventninger om fremtidig inntjening. Bedriftenes gjeld økte kraftig. Underskuddene i utenriksøkonomien tiltok.

På vårparten i fjor falt aksjemarkedene. Nasdaq-indeksen gikk særlig sterkt ned. Denne indeksen har fortsatt å falle gjennom høsten og vinteren. Til sammen har fallet vært på nærmere seksti prosent. De mer bredt baserte aksjeindeksene har også vist en nedgang, men ikke like kraftig.

Det har lenge vært ventet at veksten ville avta i år. Likevel kom omslaget i amerikansk økonomi overraskende sterkt og fort. Det har vært et markert fall i forventningsindikatorerne for husholdningene og bedriftene.

Den amerikanske sentralbanken har søkt å motvirke et tilbakeslag. Rentene ble satt ned med 1 prosentpoeng i januar. Regjeringen varsler skattelettelse i stort omfang. Dette vil dempe omslaget, men neppe stanse det helt. En konsolidering i husholdningene og bedriftene kan bety at forbruk og investeringer blir lavere en periode. Vi venter nå at veksten i USA i år vil mer enn halveres i forhold til i fjor.

Også japansk økonomi er inne i en svak periode. Men lavkonjunktoren der har vart i 10 år.

I begynnelsen på 1990-tallet sprakk en finansiell boble, etter en kraftig økning i aksje- og eiendomsverdier årene før. Banksektoren fikk betydelige problemer som ennå ikke er løst.

Statsgjelden har også økt kraftig de siste årene. Men verken sterk vekst i offentlige utgifter eller et rentenivå nær null har vært nok til å få veksten opp i japansk økonomi.

Europa hadde en svak utvikling midt på 1990-tallet. Bildet har bedret seg betydelig, særlig fra 1997. Veksten har tatt seg opp, og arbeidsledigheten har falt. Samtidig har pris- og lønnsveksten vært moderat.

USA og Japan står for nesten en tredel av verdensøkonomien. Når det går dårligere der, blir spørsmålet om oppgangen i Europa er robust nok til å stå imot.

Historisk har det vært en nokså nær sammenheng mellom utviklingen i USA og i Europa. Også nå vil lavere vekst i amerikansk økonomi påvirke etterspørselen etter europeiske varer.

Likevel er eventuelle virkninger via finansmarkedene trolig viktigere. Et omslag i USA kan smitte over på europeiske aksjemarkeder og kanskje også utløse finansiell uro.

Så langt har utviklingen i USA ikke ført til tilsvarende omslag i Europa. Aksjekursene i Europa har vært relativt stabile hittil i år, og det er fortsatt god vekst i de europeiske økonomiene.

Virkningene på Norge

Vi finner heller ikke tegn til uro blant aktørene i det økonomiske livet i Norge. Husholdningene og bedriftene har fortsatt forventninger om vekst i fremtidige inntekter. Skulle oljeprisen falle, kan det se annerledes ut.

Figuren viser hvordan aktørene i oljemarkedet vurderer sannsynlighetene for ulike utfall på oljeprisen i fremtiden. Kurven er basert på prisene i opsjonsmarkedet for kontrakter som forfaller i desember. De loddrette strekene i figuren viser at aktørene i markedet priset inn 10 prosent sannsynlighet for at oljeprisen i desember i år vil være lavere enn 18 dollar per fat. Tilsvarende er det per i dag priset inn 10 prosent sjanse for at oljeprisen i desember vil være høyere enn 35,5 dollar per fat. Vi kan vel si at dette avslører en betydelig usikkerhet.

Figuren viser at god oljepris og stor petroleumsproduksjon bidrar til overskudd i utenriksøkonomien og i statens finanser. Det har også gitt en sterk økning i Norges disponible inntekt. Overskuddet på driftsbalansen i fjor på om lag 14 prosent av BNP er blant de høyeste overskuddene i et OECD-land i etterkrigstiden. Også det samlede overskuddet på offentlige budsjetter har økt kraftig og nådde 14 1/2 prosent av BNP.

Statens petroleumsfond skal virke som en buffer mot kortsiktige svingninger i oljeinntektene. Siden store deler av inntektene fra oljevirkksomheten tilfaller staten, vil svingninger i oljeprisen og oljeinntektene i første rekke resultere i endringer i avsetningene til oljefondet. Siden oljefondet i sin helhet plasseres i utlandet, vil slike endringer i utgangspunktet ikke påvirke aktiviteten i økonomien. Dette gjør norsk økonomi mer robust overfor svingninger i oljeprisen og dermed mindre oljeavhengig, også på kort sikt.

Men fastlandsøkonomien er ikke helt skjermet fra svingninger i oljeprisen. Et fall i oljeprisen vil påvirke oljeinvesteringene og dermed ha en direkte virkning for sysselsettingen i deler av norsk industri. Også husholdningenes og bedriftenes forventninger til fremtidig inntekt kan påvirkes.

Endringer i den internasjonale utviklingen vil også ha en direkte virkning på norsk økonomi gjennom finansmarkedene.

Et internasjonalt omslag med fall i aksjekursene vil kunne påvirke bedriftenes muligheter til å finansiere investeringer. Også husholdningenes formue kan falle. Norske husholdningers direkte eierskap i bedriftene er likevel mindre enn i mange andre land. Det er derfor grunn til å tro at virkningen på innenlandsk etterspørsel via aksjekursene vil være begrenset.

Den kanskje viktigste kanalen er valutamarkedet. Erfaringene de senere årene har vist at kronekursen på kort sikt kan påvirkes av utviklingen i internasjonale finansmarkeder. Økt

usikkerhet og uro i de internasjonale valutamarkedene kan føre til høyere risikopremier på små lands valutaer. Erfaringene fra 1998 er et eksempel. Da oppstod det et press mot kronen som følge av et kraftig fall i oljeprisen, uro i internasjonale kapitalmarkeder som følge av krisen i russisk økonomi og ubalanser i norsk økonomi.

Pengepolitikken

Pengepolitikken langsiktige oppgave er å bidra til at økonomien har et nominelt ankerfeste - et stabilt prisnivå innenlands og dermed et grunnlag for en stabil krone. Nominell stabilitet er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til økonomisk vekst og velstand. Et nominelt ankerfeste er også en nødvendig forutsetning for stabilitet i finansmarkedene og eiendomsmarkedene. Høy inflasjon og en valutakurs som svinger mye, svekker prisenes funksjon som informasjonsbærere. Det leder til at dyrtid og nedgangstider følger hverandre og til vilkårlig omfordeling av inntekter og formuer. Inflasjon er derfor gift for økonomien. Ved å knytte utviklingen i kronen til euro, har vi valgt å følge den standarden for den nominelle stabiliteten i økonomien som eurolandene har satt.

Siden 1997 har inflasjonen vært høyere i Norge enn i euroområdet. Forskjellen skyldes blant annet at Norge har vært i en høykonjunktur, mens aktiviteten i Europa har vært lav. Men den høyere inflasjonen i Norge kan ikke vare ved. Da vil grunnlaget for stabilitet i kronkursen bli undergravd. Tilliten til pengepolitikken blir svekket.

Det er særlig de kortsiktige bevegelsene av kapital inn og ut av Norge som bestemmer utviklingen i kronkursen fra dag til dag, fra uke til uke og fra kvartal til kvartal. De er styrt av forventningene om framtidig avkastning. Endringer i synet på kronens framtidige verdi kan utløse omfattende kapitalbevegelser.

Norges Bank handler normalt ikke i valutamarkedet med sikte på å påvirke kronkursen. Kronen flyter, og verdien svinger periodevis som valutakursene til andre åpne økonomier. Når kronen likevel er så stabil som den er, skyldes det i vesentlig grad at det er tillit til at inflasjonen i Norge blir holdt lav.

Vår erfaring er at endringer i det norske rentenivået har en påregnelig effekt på kronkursen bare når renteendringen samtidig bidrar til å stabilisere inflasjonen. Men sammenhengene mellom renten og pris- og kostnadsutviklingen er usikker. Rentesettingen krever derfor at det utøves et faglig skjønn. Men grunnlaget for skjønnutøvelsen er gjerdet inn. Skulle det oppstå tvil om renten settes med sikte på å oppnå nominell stabilitet, ville det utløse betydelige kapitalbevegelser.

Samspeilet med inntektsdannelsen

Stabilitet i kronkursen overfor europeiske valutaer krever at pris- og kostnadsveksten i Norge over tid ikke må være høyere enn det Den europeiske sentralbanken sikter mot. Den skal rette inn virkemidlene i pengepolitikken slik at prisnivået er stabilt og har definert prisstabilitet som inflasjon under 2 prosent.

De siste årene har kostnadsveksten i eurolandene og hos handelspartnerne vært relativt lav. Veksten i lønnskostnadene i Norge har vært om lag 11 prosentenheter høyere enn i euroområdet og 10 prosentenheter høyere enn hos handelspartnerne de tre siste årene.

Flere andre små og åpne økonomier har nedgang i arbeidsledigheten og lavere vekst i lønnskostnadene enn Norge. I Sverige har ledigheten gått sterkt ned de siste fem årene, og lønnsveksten er under 4 prosent. Nå blir det inngått treårige lønnsavtaler som vil befeste den lave kostnadsstigningen. I Nederland er ledigheten redusert til et meget lavt nivå. Lønnsveksten har tiltatt, men den er lavere enn i Norge. I Danmark har arbeidsledigheten gått ned uten at lønnsveksten har tiltatt. I Finland er ledigheten redusert fra det høye nivået som festnet seg først på 1990-tallet, og lønnsveksten har falt. I euroområdet samlet har ledigheten falt uten at lønnsveksten har økt. I Norge kan veksten i lønnskostnadene være en kime til at arbeidsledigheten igjen kan øke.

Samspeilet med finanspolitikken

Det er viktig at de årlige budsjettene er forankret i en langsiktig strategi som tar høyde for at oljeinntektene kan svinge fra et år til et annet. Med store og til dels varierende inntekter på budsjettet kan en lett miste holdepunkter for å fastsette statens utgifter og skatter og avgifter fra år til år. Dersom budsjettets utgifter tillates å svinge i takt med oljeprisen, vil det kunne lede til brå skift og ustabilitet i norsk økonomi. Endringer i oljeprisen vil da raskt kunne påvirke lønns- og prisforventningene, valutakurs og langsiktige renter. De kortsiktige rentene vil også måtte endres hyppig og kraftig.

De siste årene har det vært en viss tiltakende vekst i statsbudsjettets reelle underliggende utgifter. Både i fjor og i år har utgiftsveksten vært høyere enn to prosent. Det er sterkere enn normal vekst i fastlandsøkonomien. Samtidig er skatter og avgifter økt. Finanspolitikken har dermed virket om lag nøytralt på den innenlandske etterspørselen i to år hvor lønnsveksten har vært vesentlig høyere enn i andre land.

En mulig tolkning av utviklingen er at det er mer krevende å bruke statsbudsjettet til å dempe konjunktursvingninger i en oppgang enn i en nedgang. Viljen og evnen til å føre motkonjunkturpolitikk kan selv være syklisk. En annen tolkning er at en nøytral finanspolitikk i et år med sterk økning i statens finansformue er en avveining mellom det å anvende statsbudsjettet til å stabilisere økonomien og det å fase inn en økt finansinntekt i økonomien.

Uansett skjer det en viss forskyvning i den økonomiske politikken. Mens finanspolitikken har en nøytral virkning på innenlandsk etterspørsel, virker pengepolitikken til å stramme inn. Det kommer blant annet til uttrykk i at kortsiktige renter er høyere enn langsiktige. Oppmerksomheten i inntektsoppgjørene har vel også forskjøvet seg noe siden midten av 1990-tallet, med mindre vekt på hensynet til en balansert utvikling i arbeidsmarkedet.

Avslutning

Norsk økonomi er skjør og sårbar. Så lenge oljeprisen er høy, er norsk økonomi mer skjermet. Sentralbankene i en rekke land setter nå ned rentene. Siden vår økonomi er mindre påvirket, kan forskjellen i kortsiktige renter mellom Norge og utlandet komme til å øke.

Takk for at dere ville høre på.