

# Pengepolitikk, konjunkturer og konkurransevne

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Berge på Samfunnsøkonomenes Forenings konjunkturseminar 5. september 2002

## 1 Innledning

Det har vært debatt om pengepolitikken denne sommeren. En del av denne debatten har gått nettopp på hvilken oppgave pengepolitikken kan og bør ha når det gjelder å jevne ut konjunkturerne i realøkonomien og sikre konkurransevnen i norsk næringsliv.

Noen har hevdet at Norges Bank legger for stor vekt på å nå inflasjonsmålet. Slike utsagn bør drøftes i lys av hva pengepolitikken kan nyttes til og de bredere virkningene på økonomien av ulike mål for pengepolitikken. Først når man har avklart hva valgmulighetene er, kan man diskutere om vektleggingen av inflasjonsmålet er «for stor», «for liten» eller «akkurat passe». Dette foredraget er ment å bidra noe til en slik klargjøring. Av dette vil det trolig også fremgå at Norges Bank i gjennomføringen av pengepolitikken bevisst søker å unngå unødige forstyrrelser i realøkonomien.

I det følgende gis først en gjennomgang av det teoretiske skjemaet for hvordan pengepolitikken virker, og hva som ut fra det kan være aktuelle og realistiske mål for pengepolitikken<sup>1</sup>. Deretter belyses og vurderes norsk pengepolitikk ut fra dette, og hvilke avveininger Norges Bank står overfor i den økonomiske politikken. Det er et poeng at det er avveininger som ofte må foretas. Man kan ikke alltid velge bare på øverste hylle.

## 2a Hvordan påvirker pengepolitikken økonomien?

Pengepolitikken påvirker økonomien gjennom flere kanaler. Under et samlebegrep omtales dette som transmisjonsmekanismen for pengepolitikken. I en lukket økonomi virker pengepolitikken i hovedsak gjennom å påvirke etterspørselen via endringer i realrenten. I en åpen økonomi virker pengepolitikken også gjennom endringer i valutakursen.

La oss ta en stilisert gjennomgang av hva som skjer dersom sentralbanken setter opp styringsrenten. På kort og mellomlang sikt er prisene forholdsvis stive. Derfor får vi en økning også i de korte og lange realrentene. Dessuten får man både en nominell og en reell appresiering av valutakursen. Vi har da følgende kanaler renteendringer virker gjennom på priser og etterspørsel:

- *Den direkte valutakurskanalen til inflasjon*

En appresiering vil redusere prisene på importerte varer målt i norske kroner. Hvor raskt dette slår ut i prisene til forbrukerne, og dermed i KPI, avhenger blant annet av konkurranseforhold og marginsetting.

En endring i realrenten vil påvirke etterspørselen i økonomien gjennom:

- *Realrentekanalene til samlet etterspørsel*

Økningen i realrentene reduserer etterspørselen, både etter konsum- og investeringsgoder. Det blir relativt sett mer attraktivt å spare, og konsumet vris i retning av mindre konsum. Investorene vil på sin side stå overfor økte investeringskostnader og vil dermed redusere investeringsetterspørselen.

- *Valutakurskanalen til samlet etterspørsel*

Styrkingen av valutakursen medfører at hjemmeproduerte varer og tjenester blir relativt dyrere enn konkurrerende utenlandske produkter. Dermed reduseres etterspørselen etter hjemmeproduerte varer.

Det er vanlig å anta at virkningene gjennom de kanalene som til nå er nevnt, kommer i løpet av ett års tid etter renteendringen. Den direkte valutakurskanalen til inflasjonen er trolig den som virker raskest.

- *Etterspørselskanalen til inflasjon*

Reduksjonen i samlet etterspørsel vil i neste omgang gi en reduksjon i prisveksten. Dette skyldes i hovedsak to faktorer. For det første reduseres produksjonen. Nedgangen i produksjonen medfører redusert etterspørsel etter arbeidskraft. Dette reduserer lønnsveksten. For det andre setter bedriftene lavere priser ved redusert etterspørsel. Virkninger på inflasjonen antas ofte å komme ett til to år etter effekten på samlet etterspørsel.

I tillegg til disse relativt direkte effektene, vil prisnivået også påvirkes av endringer i prisene på importerte og hjemmeproduerte innsatsvarer.

- *Forventingskanalen til inflasjon*

Både pris- og lønnsveksten påvirkes av endringer i forventet inflasjon. En årsak er at bedriftene ofte setter prisene for flere perioder. Det samme gjelder lønnsdannelsen. Forventede prisendringer vil stå sentralt i beregningen av forventede fremtidige reallønninger. Vi har sett at økningen i nominelle renter reduserer inflasjonen gjennom ulike kanaler med forskjellig tidsetterslep. Dermed vil også inflasjonsforventingene reduseres. Forventingskanalen vil således forsterke effekten av pengepolitikken.

Tiden det tar før en renteendring får virkning på inflasjon og etterspørsel, vil variere. Det må også understrekes at i

<sup>1</sup> Fremstillingen følger i hovedsak Svensson, Lars E. O. (2002): «Monetary Policy and Real Stabilization», mimeo Princeton University.

løpet av den perioden renteendringen påvirker produksjon og inflasjon – og gjerne før pengepolitikken får effekt – vil økonomien bli påvirket av en rekke direkte og indirekte forstyrrelser. Dermed blir sentralbankens kontroll over inflasjon og produksjon langt fra perfekt.

## 2b Hva er et rimelig mål for pengepolitikken?

Utgangspunktet for økonomisk politikk er høyest mulig velferd for landets innbyggere. Dette målet blir ofte beskrevet som en rekke delmål, som (bærekraftig) økonomisk vekst, effektiv ressursutnyttelse, inntektsfordeling, prisstabilitet, levedyktige distrikter osv. Pengepolitikken har begrenset eller ingen mulighet til å påvirke de fleste av disse delmålene på lang sikt. Det er dermed fornuftig å spesifisere pengepolitikken langsiktige mål ut fra faktorer som pengepolitikken kan påvirke.

Innføring av penger, og etablering av en troverdig pengepolitikk som sikrer lav og rimelig stabil inflasjon, vil ha en positiv virkning på realøkonomien. Tilsvarende vil en pengepolitikk som går i stå, kunne føre til en dramatisk forverring av velferden, det har vi mange eksempler på. Men utover dette vil ikke pengepolitikken ha vedvarende effekter på vekstevne eller velferdsnivå i økonomien. Det er det tilgangen på realressurser – arbeidskraft og kapital – og vår evne til å utnytte disse effektivt i produksjonen, som avgjør. Pengepolitikken er ikke en måte vi kan løfte oss selv etter håret på.

Det virker da også intuitivt urimelig at det skulle være mulig å påvirke produksjonspotensialet eller gjennomsnittlig vekst i økonomien gjennom den løpende pengepolitikken. Det tror jeg en lett innser om en tenker seg virkningene av pengepolitikk i en «Robinson og Fredag-økonomi».

### *De langsiktige mål for pengepolitikken*

På lang sikt bestemmer pengepolitikken det gjennomsnittlige nivået på inflasjonen. Produksjonen bestemmes av tilgangen på arbeidskraft, kapital og teknologi, og av produktivitetsutviklingen.

Det er verd å poengtere vesensforskjellen mellom målet om høy økonomisk vekst (produksjonsmålet) og inflasjonsmålet. All den tid produksjon er uavhengig av pengepolitikken på lang sikt, kan myndighetene ikke velge et produksjonsmål for pengepolitikken. Forsøk på å øke produksjonen utover det naturlige nivået på lang sikt, vil ene og alene medføre en økning i inflasjonen. Inflasjonsmålet kan imidlertid velges av myndighetene.

### *De kortsiktige målene for pengepolitikken*

Pengepolitikken kan likevel – under bestemte forutsetninger – bidra til å jevne ut konjunktorene, altså svingningene i produksjon og etterspørsel. Enkelte av

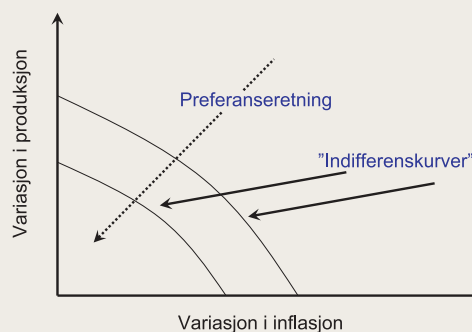
kanalene pengepolitikken virker på inflasjonen gjennom, går jo via etterspørselssiden i økonomien. Pengepolitikken kan brukes kraftig for raskt å bringe inflasjonen på plass, men med store svinginger i realøkonomien som konsekvens – eller mer gradvis med mindre utslag i realøkonomien, men hvor prisstigningen tillates å avvike fra målet over noe lengre tid. På kort sikt vil det dermed være en avveining mellom produksjons- og sysselsettingsutviklingen og variasjonen i inflasjonen rundt inflasjonsmålet. I den teoretiske litteraturen beskrives ofte denne avveiningen som en tapsfunksjon, hvor både variasjonen i produksjonsutviklingen og variasjonen i inflasjonen inngår. Ideen er at sentralbanken skal minimere et vektet gjennomsnitt av de to.

Tapsfunksjonen kan stilisert fremstilles i en figur med variasjon i inflasjon og variasjon i produksjonsutviklingen (avvik fra «naturlig» eller potensiell produksjon) på aksene (se figur 1). Det antas at sentralbanken ønsker – dersom det hadde vært mulig – stabil produksjonsutvikling og stabil inflasjon. Det velferdsmessige tapet blir dermed mindre jo lenger inn i diagrammet vi befinner oss. Linjene i figuren (indifferenskurvene) gir således ulike kombinasjoner av variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon som gir det samme velferdstapet.

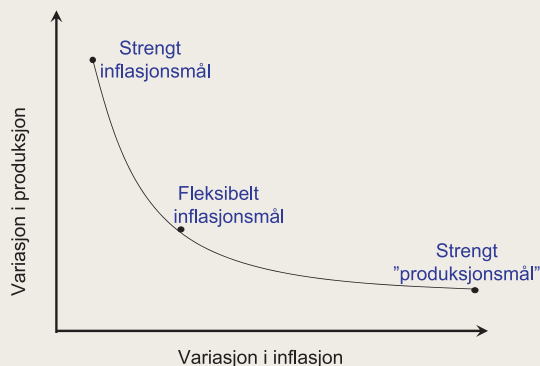
Lars Svensson, som er en fremtredende bidragsyter til den teoretiske forskningen på pengepolitikken område, har anbefalt at sentralbanken eksplisitt skal definere en tapsfunksjon. Han foreslår et uttrykk hvor det kvadratiske avviket mellom inflasjonen og inflasjonsmålet, og det kvadratiske avviket mellom faktisk og potensiell produksjon, vektet sammen til et mål for tapet i hver periode. Samlet tap finner man da ved å nediskontere fremtidige tap.

Det er ingen sentralbanker som til nå har gått så langt som det Svensson foreslår. Imidlertid vil den horisonten som velges for pengepolitikken, implisitt si noe om sentralbankens tapsfunksjon. Dersom horisonten er svært kort, vil inflasjonen bringes raskt tilbake til målet, med større svinginger i produksjonen som resultat. Det antyder at sentralbanken legger mye vekt på å unngå variasjoner i inflasjonen og lite på å stabilisere real-

Figur 1 Sentralbankens preferanser



Figur 2a Den kortsiktige avveiningen i pengepolitikken



Figur 2b Den kortsiktige avveiningen i pengepolitikken



økonomien. Dersom horisonten er lang, vil det på tilsvarende måte antyde at sentralbanken også legger vekt på å unngå variasjoner i produksjons- og sysselsetningsutviklingen.

Figur 2a illustrerer de best mulige kombinasjoner av variasjonen i inflasjon og i produksjonen som kan oppnås i økonomien. De tre punktene i figuren henspiller på ulike former for inflasjonsstyring<sup>2</sup>.

Streng inflasjonsstyring vil si at det kun er variasjonen i prisveksten som inngår i tapsfunksjonen. Utviklingen i produksjonen tillegges da ikke noe vekt. Det vil gi relativt høy variasjon i produksjonen. Pengepolitikken virker raskest gjennom valutakurskanalen. Dersom inflasjonen ligger over inflasjonsmålet, vil sentralbanken sette renten kraftig opp for å bringe inflasjonen raskt ned. Det kan i første omgang føre til en relativt stor appresiering av valutakursen, noe som reduserer importert inflasjon. Samtidig med at KPI-inflasjonen raskt nærmer seg målet på grunn av endringen i importert inflasjon, vil også etterspørselen reduseres som følge av økt realrente og styrket valutakurs. I neste omgang vil etterspørselsendringen påvirke inflasjonen. For å unngå ytterligere reduksjon i inflasjonsraten, vil sentralbanken sette ned renten. Resultatet av en slik politikk vil være store variasjoner i nominelle og reelle renter, med tilhørende store variasjoner i nominell og reell valutakurs og i produksjonsutviklingen.

Fleksibel inflasjonsstyring innebærer at sentralbanken også vektlegger variasjonen i produksjon og sysselsetting. Indifferenskurven, slik den er tegnet inn i figur 2b, indikerer nettopp at sentralbanken hensyntar både variasjon i produksjonsutviklingen og variasjon i inflasjonen. Produksjonsutviklingen inngår dermed også i tapsfunksjonen. Det innebærer at sentralbanken vil søke å unngå de store variasjonene i produksjonen som følger av streng inflasjonsstyring. Måten å ta hensyn til produksjon og sysselsetting på under et fleksibelt inflasjonsmål, er å velge en relativt lang tidshorisont. På denne måten vil sentralbanken bringe inflasjonen gradvis tilbake til målet. I praksis tillater man inflasjonen å variere på kort sikt for å unngå unødige variasjoner i realøkonomien.

En siste mulighet vil være å kun legge vekt på å minimere variasjonen i produksjonsutviklingen. En variant av dette vil være å minimere variasjonen i ledigheten. Legg merke til at en slik politikk ikke bedrer vekstevnen i økonomien, bare svingingene. Dessuten vil dette medføre svært store variasjoner i inflasjonen, siden økonomien ikke har et nominelt anker. En slik politikk vil ikke være opprettholdbar, fordi den ikke gir svar på hvordan pengepolitikken skal reagere på lønns- og kostnadsdrevet ledighet. Det vil være å legge erfaringene fra 1970- og 80-tallet til side.

Pengepolitikken troverdighet vil også ha betydning for variasjonen i produksjonen og inflasjonen. Dagens inflasjonspress avhenger av forventede fremtidige prisendringer. Hvis aktørene i økonomien føler seg trygge på at sentralbanken vil stabilisere inflasjonen rundt målet, og tar hensyn til dette i sin adferd, vil inflasjonen raskere bevege seg tilbake mot målet. Dermed må sentralbanken reagere mindre hver gang den ønsker å bringe inflasjonen tilbake til målet. Det vil også innebære at produksjon og sysselsetting må reduseres mindre for å oppnå en gitt nedgang i inflasjonen<sup>3</sup>. Linjen i figur 3 vil dermed ligge lenger ned og til venstre med et troverdig inflasjonsmål.

Figur 3 Effekt av troverdig pengepolitikk



<sup>2</sup> Se for eksempel Svensson, Lars E. O. (2000): «Open-Economy Inflation Targeting.» Journal of International Economics, vol. 50, no.1, pp

### 3 Norsk pengepolitikk og konjunktorene

Vi kan ikke påvirke vekstevnen eller velstandsnivået på lang sikt gjennom pengepolitikken, heller ikke i Norge. Men vi kan påvirke svingningene i økonomien, eller de kortsiktige konjunkturbevegelsene. Vi tar også hensyn til at pengepolitikken ikke bør gi urimelig sterke svingninger i produksjonen. Det gjør vi ved å anlegge et relativt langsiktig perspektiv på oppnåelse av inflasjonsmålet, og tillate avvik i den mellomliggende perioden.

Det ville normalt vært mulig, med en svært sterk virkemiddelbruk, å tvinge inflasjonen tilbake til målet innenfor en tidsramme på 3-4 kvartaler, kanskje ennå raskere hvis valutakurskanalen er sterk. Svingningene i realøkonomien ville da blitt svært sterke.

Slik sett inngår variasjoner i produksjonen i vår «tapsfunksjon». Det tankeskjema som følger fra den teoretiske forskningen er derfor i høyeste grad til stede i den faktiske rentesettingen. For praktiske formål utarbeider vi, i likhet med andre sentralbanker som driver inflasjonsstyring, anslag for prisveksten fremover. Virkemidlene innrettes slik at det er utsikter til å nå inflasjonsmålet om to år. Den teoretiske litteraturen har gitt oss nyttig kunnskap om hvor langt fram i tid denne horisonten skal settes. En for kort horisont vil gi stor ustabilitet i produksjonsutviklingen og i nominelle og reelle renter.

Sett fra vår side er det særdeles positivt at det legges stor innsats i teoretisk og empirisk forskning på dette området. Norges Bank vil søke å bidra til dette arbeidet og til den offentlige debatt. Vi må også være åpne for å vurdere justeringer i den måten vi utarbeider våre analyser og kommuniserer pengepolitikken på etter hvert som ny kunnskap blir tilgjengelig.

La oss nå gå over til å se på de konkrete målene for norsk pengepolitikk. For halvannet år siden vedtok Stortinget og Regjeringen nye retningslinjer for den økonomiske politikken. Ifølge mandatet skal pengepolitikken i Norge rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det første avsnittet i paragraf 1 fremstår som et formål. De neste avsnittene sier mer spesifikt hva Norges Bank skal gjøre.

Den første setningen i mandatet omtaler kronens verdi. Stabilitet i kronens nasjonale verdi betyr at inflasjonen skal være lav og stabil. Det er også en nødvendig forutsetning for stabilitet i finansmarkedene og i eiendomsmarkedene.

Forskriften sier også at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i kronens internasjonale verdi. Kronekursen svinger fra dag til dag, fra uke til uke og fra måned til måned. Vi har åpen handel med utlandet og frie kapitalbevegelser. Vi har ikke virkemidler til å finstyre kronekursen. I Norges Banks brev til Finansdepartementet 27. mars i fjor om de nye retningslinjene for den økonomiske politikken ga vi uttrykk for at når pengepolitikken sikter mot lav og stabil inflasjon, så er dette

### Forskrift om pengepolitikken

Fastsatt ved kronprinsregentens resolusjon 29. mars 2001 med hjemmel i lov om Norges Bank og pengevesenet § 2 tredje ledd og § 4 andre ledd:

#### I

§ 1. Pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, herunder også bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal i samsvar med første ledd rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

Det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser.

#### § 2.

Norges Bank skal jevnlig offentliggjøre de vurderingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

#### § 3.

Den norske kronens internasjonale verdi fastlegges på grunnlag av kursene i valutamarkedet.

#### § 4.

Norges Bank gir på statens vegne de meddelelser om kursordningen som følger av deltakelse i Det internasjonale valutafond, jf. lov om Norges Bank og pengevesenet § 25 første ledd.

#### II

Denne forskrift trer i kraft straks. Samtidig oppheves forskrift av 6. mai 1994 nr. 0331 om den norske kronens kursordning.

det beste bidraget pengepolitikken kan gi til stabilitet i kronekursen over tid.

Renten påvirker prisstigningen blant annet via kronekursen. Sterkere krone demper inflasjonen. Hvis vi motvirker at kronen styrker seg når det er press i økonomien, reduserer vi muligheten for å holde inflasjonen i sjakk, og vi øker risikoen for store svingninger i

<sup>3</sup> Se f.eks. Clarida, Richard, Jordi Galf og Mark Gertler (2000): «The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective», Journal of Economic Literature, Vol. 44, no. 2, 195-222.



økonomien. Her må altså hensynet til stabilitet i kronens nasjonale verdi gå først. Dessuten er stabilitet i kronens internasjonale verdi avhengig av at vi har lav og stabil inflasjon, når andre land følger en slik linje.

Gjennomføringen av pengepolitikken er delegert til Norges Bank. Det betyr at det er bankens forståelse av forskriften – slik den kom til uttrykk i brevet til Finansdepartementet i mars i fjor – som er grunnlaget når vi setter renten. I tolkningen legger vi vekt på Regjeringens grunngivning for forskriften, på formålet slik det er uttrykt i det første avsnittet, og på vår kunnskap om sammenhengene mellom rente, kronekurs, produksjon, sysselsetting og inflasjon.

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. En pengepolitikk som gir høy og varierende inflasjon ville ført til større svingninger i produksjon og sysselsetting. Det ville også vært en oppskrift for uro i valutamarke-  
dene. Det er derfor nært samsvar mellom forskriftens tredje ledd – inflasjonsmålet – og det første leddet om å stabilisere den økonomiske utviklingen og valutakursforventningene.

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. Det gir også anledning til å unngå unødige variasjoner i produksjon og sysselsetting. Dersom vi i dagens situasjon skulle forsøke å nå inflasjonsmålet på helt kort sikt, ved å sette ned renten og bidra til svekket krone og økt prisvekst, ville vi med stor sannsynlighet vært nødt til å sette opp renten enda mer om et år for å nå inflasjonsmålet enn det vi gjorde ved siste renteøkning. En slik kortsiktig politikk ville bidratt til en mer ustabil etterspørsels- og produksjonsutvikling. Valget av en relativt lang tidshorison gjør at pengepolitikken bidrar til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Det kan imidlertid tenkes situasjoner der vi vil bruke mer eller mindre enn to år for å nå inflasjonsmålet. Det vil avhenge av hvilke forstyrrelser økonomien blir utsatt for. Norges Bank vil i så fall kommunisere en slik endring av tidshorisonen.

## 4 Pengepolitikk og konkurransevne

Pengepolitikken kan ikke anvendes til å påvirke hvor bredt konkurranseutsatt næringsliv vi skal ha over tid. Det er i hovedsak lønns- og inntektsdannelsen, finanspolitikken, herunder bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet, og omstillingsevnen og effektiviteten i økonomien som avgjør dette.

Det nye mandatet for pengepolitikken henger sammen med den nye handlingsregelen for finanspolitikken. Da

de nye retningslinjene ble vedtatt i mars 2001, pekte Norges Bank på at en gradvis innfasing av oljeinntektene isolert sett ville kunne bidra til å svekke vilkårene for konkurranseutsatt virksomhet.

### Norges Bank brev til Finansdepartementet 27. mars 2001:

”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 vil kunne bidra til at vilkårene for konkurranseutsatt virksomhet svekkes.”

Finanspolitikken vil stimulere etterspørselen i offentlig og skjermet sektor. Konkurranseutsatt industri kan dermed oppleve vanskeligheter med å finne arbeidskraft, og bli stilt overfor økte lønnskostnader. Denne kampen om arbeidskraften kan føre til at konkurransevnen overfor utlandet svekkes.

At mekanismene i økonomien virker slik, ble det pekt på både i Stortingsmelding 29 (2000-2001) fra regjeringen Stoltenberg og i Stortingsmelding 1 Tillegg 4 (2001-2002) fra regjeringen Bondevik.

En svekkelse av konkurransevnen kan skje på to måter: ved høy lønnsvekst eller ved nominell styrking av kronen. En ekspansjon i finanspolitikken må isolert sett føre til en tilstrømming av pengepolitikken for å oppnå inflasjonsmålet. Uten en slik tilstrømming ville arbeidsmarkedet bli strammere, og vi ville få en svekkelse av konkurransevnen gjennom tiltakende lønns- og prisvekst.

### Konsekvenser av handlingsregelen

”Økt bruk av oljeinntekter vil over tid føre til omstillinger og overføring av ressurser fra konkurranseutsatt sektor til skjermede næringer.”

St.prp. 1 Tillegg nr.4, 2001-2002

”Økt bruk av oljeinntekter vil kunne øke aktiviteten i økonomien. I en situasjon med høy kapasitetsutnyttelse vil dette kunne føre til en svekkelse av det konkurranseutsatte næringsliv.”

St.meld. 29, 2000-2001

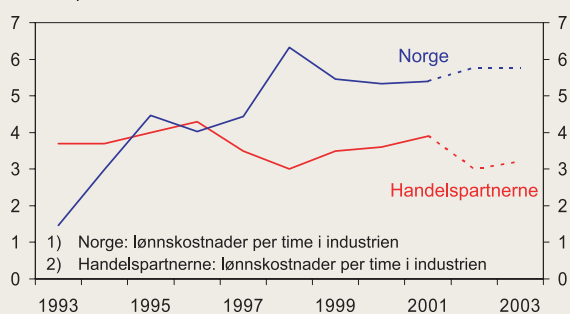
I debatten er det blitt fremhevet at nedbyggingen av industrien er kommet raskere og med større intensitet enn ventet. Men det var heller ikke ventet at lønnsveksten skulle komme ut som den gjorde. Ikke i år, ikke i fjor,

ikke året før der. En merlønnsvest på 15 prosent i forhold til omverdenen (fra 1998 til 2003) må etter hvert få virkninger. Kronekursen har også styrket seg. Men reaksjonen i valutamarkedet kan ikke sies å være en overreaksjon når lønningene økte så mye. De samme krefter som har drevet kronen opp kan i revers bringe den ned.

Konkurranssevne er evnen til å betale høye lønninger på bakgrunn av høy produktivitet. Norge har hatt en høy lønnsvekst over flere år som ikke har hatt sitt motstykke i like høy produktivitetsvekst. Over tid må veksten i reallønningene svare til veksten i arbeidstakernes produktivitet. Med et inflasjonsmål på 2½ prosent og en trendmessig vekst i produktiviteten på rundt 2 prosent, ifølge oppdaterte tall fra Nasjonalregnskapet, tilsvarer det en årlig nominell lønnsvekst på rundt 4½ prosent.

I solidaritetsalternativet på 1990-tallet skulle den stabile valutakursen og lønnsveksten hos våre handelspartnere være ankerfestet for partene i arbeidslivet. Fram til 1997 holdt dette ankerfestet. Men veksten i lønnskostnadene gjorde et hopp i 1998. Den har siden vært rundt 2 prosentpoeng høyere enn blant våre handelspartnere (figur 4). Lønnsveksten er høy i forhold til inntjeningen i mange bedrifter. Det er krevende å effektivisere raskt nok til å holde tritt med veksten i lønnskostnadene.

**Figur 4** Lønnskostnader i Norge<sup>1)</sup> og hos handelspartnere<sup>2)</sup>. Vekst i prosent

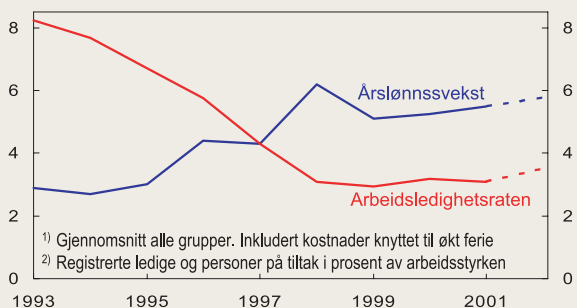


Kilde: Statistisk sentralbyrå, TBU/IMF og Norges Bank

Den sterke veksten i lønnskostnadene de senere årene er en kime til økt arbeidsledighet (figur 5). Renten er et slagkraftig instrument for å møte lavere etterspørsel og økende arbeidsledighet når tiltak for å stimulere etterspørselen ikke slår ut i økt lønnsvekst eller ustabile finansmarkeder. Men det er lite pengepolitikken kan gjøre for å hindre en økning i ledigheten som er drevet av høy kostnadsvekst.

Utviklingen i lønnsoppgjøret har vært en drivkraft bak kronestyrkingen (figur 6). Valutamarkedet har opptrådt som forventet. Når det er tillit til at inflasjonsmålet nås, skaper høy lønnsvekst forventninger om en stram pengepolitikk og relativt høy rente. Høy avkastning gjør det attraktivt å sitte med norske kroner. Økt etterspørsel etter kroner styrker den internasjonale verdien av den norske kronen. Hvis lønnsveksten avtar, og vi kan ha

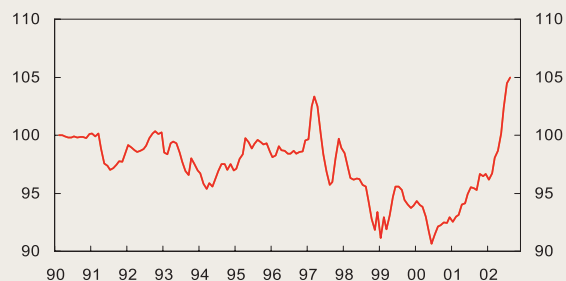
**Figur 5** Årslønnsvekst<sup>1)</sup> og arbeidsledighet<sup>2)</sup>. Prosent



<sup>1)</sup> Gjennomsnitt alle grupper. Inkludert kostnader knyttet til økt ferie  
<sup>2)</sup> Registrerte ledige og personer på tiltak i prosent av arbeidsstyrken

Kilde: TBU, Aetat Arbeidsdirektoratet og Norges Bank

**Figur 6** Industriens effektive kronekurs. Stigende verdi innebærer appresierende valuta. Januar 1990=100. Månedstall



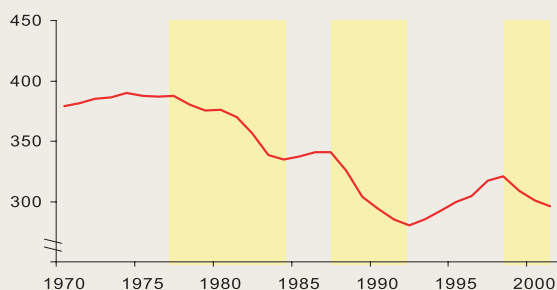
Kilde: EcoWin

tillit til at den vil forbli lav de nærmeste årene, kan rentedifferansen mot utlandet reduseres. Det vil normalt føre til at kronekursen faller tilbake.

Ser vi på de siste tretti årene, er industrien blitt bygget ned i bølger (figur 7). Særlig i årene fra 1977 til 1987 var det en kraftig avskalling. I forkant var lønnsomheten i industrien blitt svekket. Det kan ta tid før en slik svekkelse slår ut i lavere produksjon og sysselsetting. Men når omslaget først kommer, skjer det gjerne raskt og kraftig. Vi er trolig nå inne i en ny periode med avskalling.

Flere forhold trekker i denne retning. For det første

**Figur 7** Sysselsetting i industrien, 1970-2001. Antall sysselsatte personer i 1000



Kilde: Statistisk sentralbyrå

tilsier en trendbetragtning at industrisysselsettingen vil reduseres i årene fremover. Det har blant annet sammenheng med en ventet nedgang i petroleumsinvesteringer og en noe høyere produktivitetsvekst i industrien enn i andre næringer.

For det andre har kostnadene i industrien økt kraftig fra 1998 som følge av høy lønnsvekst. Fram til sommeren 2000 ble kostnadsøkningen til en viss grad dekket over av svakere krone. Styrkingen av kronen har synliggjort og forsterket forverringen av den kostnadsmessige konkurranseevnen.

For det tredje innebærer handlingsregelen for finanspolitikken at konkurranseutsatt sektor blir utsatt for et ytterligere press. Innfasingen av oljeinntekter vil over tid føre til omstillinger og overføring av ressurser fra konkurranseutsatt sektor til skjermede næringer.

For det fjerde virker reaksjonsmønstrene i stabiliseringspolitikken på en annen måte en før. Tidligere var det en forståelse om at høy lønnsvekst og overoppheting i økonomien måtte møtes med innstramming i offentlige budsjetter. Med handlingsregelen for finanspolitikken og inflasjonsstyring er det i dag pengepolitikken som strammes inn i en slik situasjon. Dette velter tidvis byrden av stabiliseringspolitikken over på konkurranseutsatt virksomhet.

En nedgang i industrisysselsettingen fra 300 tusen til 240 tusen personer over en tiårs periode, slik Norges Bank tidligere har antydnet, virker på denne bakgrunn ikke urimelig.

Norges Bank har ett virkemiddel. Det er renten. Virkningene favner vidt. Pengepolitikken kan derfor ikke rettes inn mot å stabilisere utviklingen bare for konkurranseutsatt sektor. Det ville skapt store ubalanser i norsk økonomi.

Lavrentepolitikken og devalueringene på 1970- og

1980-tallet er et eksempel på hvor galt en slik politikk kan bære av sted. Pengepolitikken ble rettet inn mot å unngå at industriens konkurranseevne ble svekket. Kronen ble devaluert flere ganger. Men lønningene skjøt fart for å kompensere for økt inflasjon. Resultatet ble jappetid, feilinvesteringer og en lønns- og prisgalopp som rammet hele økonomien. Norsk økonomi måtte gjennom en kraftig snuoperasjon fra siste del av 1980-tallet. Tilliten til pengepolitikken og den norske kronen måtte rettes opp for å unngå at den høye inflasjonen skulle vare ved. Det tok lang tid og krevde svært høye renter før tilliten til det nominelle ankerfestet var gjenreist.

## 5 Avslutning

Ved en god og troverdig innretning av pengepolitikken kan man oppnå at inflasjonen i gjennomsnitt er lik det målet som er satt. Gjennom å praktisere fleksibel inflasjonsstyring, altså ved å ha et mellomlangt perspektiv på inflasjonsmålet, kan vi også oppnå en fornuftig avveining mellom variasjonen i inflasjon og produksjon på kort sikt.

Men pengepolitikken har ingen vedvarende effekt på produksjon og sysselsetting. Det er det tilgangen på realressurser – kapital og arbeidskraft – som avgjør. I tillegg spiller den teknologiske utviklingen – og den kompetansen vi har til å utnytte teknologien – en avgjørende rolle. I det lange løp kan pengepolitikken verken påvirke produksjonen, sysselsettingen eller konkurranseevnen, utenom de gevinstene som følger av lav og stabil inflasjon.

Økonomien trenger et nominelt anker. Regjeringen har staket ut en retningslinje for pengepolitikken som innebærer en fleksibel inflasjonsstyring. Det er et regime som også har fått bred oppslutning internasjonalt.