

# Pengepolitikken og konjunkturutviklingen

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Foredrag for Næringsforeningen i Trondheim, 14. november 2002

*Omtalen bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i Hovedstyret 30. oktober, samt tidligere foredrag. Det tas forbehold om endringer under fremføringen.*

For halvannet år siden vedtok Regjeringen og Stortinget nye retningslinjer for den økonomiske politikken. Over tid skal bruken av oljeinntektene svare til den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet, det vil si 4 prosent av fondet. Bruken av oljeinntekter kommer til uttrykk i det strukturelle underskuddet på Statsbudsjettet utenom oljeinntekter. Det er dette strukturelle oljekorrigerede underskuddet som i følge handlingsregelen over tid skal være fire prosent av fondets verdi. Det betyr blant annet at en i en høykonjunktur lar økte skatteinntekter slå ut i bedret budsjettbalanse, og motsatt i en lavkonjunktur. Dette innebærer at de såkalte automatiske stabilisatorene får virke.

Norges Bank skal sette renten med sikte på lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2 ½ prosent. Regjeringen har i Nasjonalbudsjettet gitt uttrykk for at det i første omgang er pengepolitikken som bør reagere hvis utsiktene for den økonomiske utviklingen endrer seg. Det kan likevel oppstå situasjoner der en aktiv bruk av budsjettpolitikken er påkrevet, enten fordi kapasitetsutnyttingen er særlig lav, eller fordi presset i økonomien er svært høyt.

Den svake internasjonale økonomiske utviklingen de siste par årene kommer til uttrykk i aksjekursene. Kursene på de fleste børser har falt betydelig siden årsskiftet. Aksjekursene i ulike land har en tendens til å følge hverandre. Virkningene av fallet har rammet flere land samtidig. Utviklingen i sommer tyder på at oppgangen i verdensøkonomien kan bli svakere og komme senere enn vi hadde ventet tidlig i år.

Fallet i aksjekursene internasjonalt har også smittet over på det norske aksjemarkedet. Det er en nær sammenheng mellom aksjekurser i USA og i Norge. Et kraftig fall i aksjekursene kan bidra til å dempe aktiviteten også i norsk økonomi, selv om utslagene er vesentlig mindre her. Husholdninger som eier aksjer får redusert sin formue, og de vil redusere sitt forbruk. Det blir også mindre attraktivt å investere i ny produksjonskapasitet. Utviklingen i aksjekursene kan dessuten virke negativt på bedriftenes og husholdningenes forventninger.

Den registrerte arbeidsledigheten har steget noe det siste året, og var 3,3 prosent i oktober (sesongjustert 3,5 prosent). Ledigheten har steget i alle fylker og blant alle yrkesgrupper unntatt primærnæringene. I Sør-Trøndelag var ledigheten 3,7 prosent.

Ledigheten er høyest i Oslo, Aust-Agder og Finnmark. Den har steget mest i Oslo og Akershus i løpet av det siste året. Selv om ledigheten de siste månedene har økt noe for industriarbeidere, har oppgangen så langt i første rekke sammenheng med omstillinger og redusert aktivitet i enkelte tjenesteytende næringer. Det er på Østlandet, hvor disse næringene er særlig konsentrert, at ledigheten har økt mest. Luftfarten er i omstilling. IKT-bransjen har redusert aktiviteten betydelig det siste året.

Til tross for svakt stigende arbeidsledighet har husholdningenes lånevekst vært høy over lang tid. Det siste året har kredittveksten til husholdningene ligget i overkant av 11 prosent. Boligprisene holder seg høye.

Husholdningenes finansielle sparing (nettofinansinvesteringer) har falt til nær null de siste par årene. Sterk vekst i husholdningenes forbruk vil bidra til et fortsatt press på priser og lønninger.

Vi har klare holdepunkter for å anta at husholdningenes inntekter øker betydelig. Samtidig er altså den finansielle sparingen trolig lav. Samlet tyder dette på at veksten i husholdningenes etterspørsel etter varer og tjenester mest sannsynlig holder seg høy. En større del av etterspørselen retter seg trolig mot utlandet.

I Statsbudsjettet for 2003 viser bevilgningene til kjøp av varer og tjenester og til overføringer en underliggende vekst på 4,6 prosent og en anslått reell vekst på 0,5 prosent. Etterspørselsvirkningene av forslaget til budsjett er anslått å være svakt positivt. I Statsbudsjettet er det foreslått å øke bruken av oljeinntekter med 2 mrd kr reelt i 2003. Det strukturelle underskuddet i 2002 ligger an til å bli høyere enn antatt i vår.

Anslagene for bruken av oljeinntekter fram mot 2010 er nedjustert betydelig siden Langtidsprogrammet, Nasjonalbudsjettet for 2002 og Revidert Nasjonalbudsjett 2002 ble lagt fram.

Kronen har styrket seg betydelig siden sommeren 2000. Det kan være mange årsaker til denne utviklingen.

Sammenhengene i valutamarkedet er ustabile. Det er likevel en del fundamentale krefter som påvirker kronkursen. En er kjøpekraftsparitet, en annen er innfasingen av oljeinntekter, og en tredje er konjunkturfasene i Norge og utlandet. Dessuten kan kronen påvirkes av om det skjer skift og endringer i måten lønninger dannes på, og kronkursen kan også påvirkes av forhold som ikke har så mye å gjøre med Norge isolert sett.

Én fundamental drivkraft er kjøpekraftsparitet. Forholdet mellom prisene i Norge og i utlandet har over tid holdt seg nokså stabilt målt i felles valuta.

Kjøpekraftsparitet kan illustreres med utviklingen i de siste 30 årene av den tyske markens levetid. I 1970 kostet en tysk mark om lag 2 kroner. I 1986/87 kostet den om lag 4 kroner. Kursen holdt seg forholdsvis stabil i årene etter. Motsvarende økte prisene i Norge om lag dobbelt så raskt i Norge som i Tyskland fra 1970 til 1986. Vi hadde derimot en stabil utvikling både i valutakursen og i prisene i forhold til Tyskland fra slutten av 1980-tallet og fram til tyske mark ble avvirket som valuta.

Et mål på realvalutakursen er konkurransekursindeksen i forhold til den relative prisutviklingen mellom Norge og handelspartnerne. Realvalutakursen har svingt rundt et langsiktig gjennomsnittsnivå over de siste 30 årene. Ved avvik fra det langsiktige gjennomsnittsnivået er det en tendens til at kronen vender tilbake relativt raskt. Forskjeller i prisvekst mellom Norge og utlandet er etter hvert blitt utlignet av endringer i kronkursen. Dette har holdt seg selv om det har vært store endringer i den økonomiske politikken.

Omleggingen av den økonomiske politikken våren 2001, med handlingsregel for finanspolitikken og inflasjonsmål for pengepolitikken, kan likevel få betydning for hvor raskt utjevninger i prisene vil skje i årene fremover.

Mer bruk av oljeinntekter eller forventninger om mer bruk av oljeinntekter kan styrke kronen. Økt bruk av oljeinntekter over statsbudsjettet innebærer økt etterspørsel. Dersom prisstigningen er lav og stabil, vil en styrking av kronekursen føre til at konkurranseutsatt næringsliv blir bygget ned slik at det blir rom for mer skjermet virksomhet.

Slike kursbevegelser vil typisk skje i bølger. Når vi faser inn oljeinntektene vil det være en tendens til at realrenten blir høyere. Det vil være en tendens til at vi får en reell styrking av kronen, altså en svekkelse av konkurranseevnen. På kort sikt kan realvalutakursen bevege seg mer enn det vil være behov for på lang sikt. Da blir det grunnlag for forventninger om at kronen vil svekke seg igjen senere, fordi høyere realrente sammen med forventninger om en svekkelse av kronen bidrar til at den forventede reelle avkastningen blir lik for kapital plassert i Norge og i utlandet. I tillegg kan det være slik at vi får ekstra bølger i valutakursen dersom aktørenes forventninger om bruken av oljeinntekter avviker fra det som blir realisert. Det er grunn til å tro at aktørene i valutamarkedet med dagens valutakurs allerede har tatt høyde for at bruken av oljeinntekter skal øke.

De ulike konjunkturfasene i Norge og i utlandet kan illustreres med terminrentene i USA, Tyskland og Norge. Terminrenter er forventede kortsiktige renter som kan avledes fra de langsiktige obligasjonsrentene. Det er forventninger om renter på om lag 6 ½ prosent i Norge på lang sikt. I USA er det forventninger om renter rundt 6 prosent, og i Tyskland noe under 6 prosent.

Norske renter er nå litt høyere enn forventet kortsiktig rente på lang sikt. Det gjenspeiler at vi har en forholdsvis stram pengepolitikk, og at vi vurderer konjunktorene som forholdsvis stramme. Rentenivåene i USA og Tyskland er derimot uvanlig lave som følge av lavkonjunktur. Vi må 40 år tilbake for å finne like lave kortsiktige renter i USA. Den store ulikheten i konjunktorene og i de kortsiktige rentene har bidratt til å drive kronekursen. Terminrentene framover i tid viser at markedet forventer at forskjellene i renter etter hvert vil avta når ulikhetene i konjunktorene jevnes ut.

Sammenhengen mellom renter og valutakurser var ikke like utpreget så lenge aksjekursene steg kraftig på slutten av 1990-tallet og fram til første kvartal 2000. Fram til da sto jakten på aksjekursgevinster sentralt også for valutakursutviklingen. Senere har temaet i finansmarkedene skiftet.

Selv om kronekursen er sterk, er forventningene om kronekursen ikke spesielt sterke. Hvis man kjøper kroner for levering om et par år, og avtaler kursen nå, vil det være til en kronekurs som er på linje med gjennomsnittlig kronekurs på 1990-tallet. Ulikhetene i konjunktorene som avspeiler seg i kronekursen, kan neppe ses helt uavhengig av vår posisjon som en oljeøkonomi. I hvert fall siden slutten av 1990-tallet ser det ut til at bedrifter, husholdninger og lønnstakere har tilpasset seg forventninger om en sterk inntekstvekst. Dette kan ha bidratt både til utviklingen i kronekursen og til å øke forskjellene i konjunktorene mellom Norge og utlandet. Hvis det i dagens kronekurs allerede er tatt høyde for at bruken av oljeinntekter skal øke, tilsier både den langsiktige trenden i

realkursen og forventningene om renteutviklingen fremover at kronkursen etter hvert vil vende tilbake til et mer naturlig langsiktig leie.

På kort sikt kan også andre forhold påvirke kronkursen. Det har vært et markert fall i internasjonale aksjekurser det siste året. Når usikkerheten i aksjemarkedene er stor, vil mange investorer ønske å omplassere sine porteføljer. Da fremstår penge- og obligasjonsmarkedet som gode alternativer. I en slik situasjon vil plasseringer i kronemarkedet, hvor renten er relativt høy, kunne fremstå som attraktive. Slike porteføljeskift vil bidra til å styrke kronen. Utviklingen vil kunne reverseres når aksjemarkedet snur.

Et tilleggsmoment vi tidligere har pekt på er at norske kroner kan framstå som en attraktiv plassering - eller en "trygg havn" - i en situasjon med spenninger i Persiabukta, høy oljepris og internasjonal lavkonjunktur. Den mulige gevinsten kan imidlertid bli oppveid av risikoen knyttet til å plassere i markeder med dårligere likviditet. Det kan begrense kapitalstrømmen til kronemarkedet.

Tabellen viser de økonomiske utsiktene slik Norges Banks hovedstyre vurderte disse før sitt møte for femten dager siden. Tallene og vurderingene er fra inflasjonsrapporten som ble fremlagt samme dag. Norges Bank anslår høy vekst i privat konsum, mens realveksten i offentlig konsum trolig blir lavere. Det skyldes blant annet høy lønnsvekst i offentlig sektor. Dette spiser opp mye av bevilgningene over statsbudsjettet. Investeringene på fastlandet vokser lite, mens oljeinvesteringene trolig blir høye neste år. Vi venter at BNP-veksten i Fastlands-Norge tar seg noe opp gjennom fremskrivningsperioden og når 2 ¼ prosent i 2004.

Årets lønnsoppgjør ser ut til å gi den høyeste reallønnsveksten på en generasjon. Resultatene fra årets lønnsoppgjør er et uttrykk for at partene i arbeidslivet i vår vurderte arbeidsmarkedet som svært stramt. Vi venter at lønnsveksten holder seg oppe også de neste to årene og bidrar til høy vekst i husholdningenes reelle inntekter.

Inflasjonsutsiktene de neste to årene preges av to motstridende krefter. Høy lønns- og kostnadsvekst vil på den ene siden holde prisveksten på norskproduserte varer og tjenester høy. På den annen side vil gjennomslaget fra kronestyrkingen gi et midlertidig prisfall på importerte varer. Hvis kronkursen holder seg på nivået de siste månedene, blir effekten av kronestyrkingen størst mot midten av 2003. Veksten i konsumprisindeksen justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) anslås å kunne avta ned til 1¾ prosent neste sommer. Ved utgangen av 2004 anslås prisveksten til 2 ½ prosent.

Anslagene for prisveksten er justert ned fra inflasjonsrapporten i sommer. Det har sammenheng med høyere rente og sterkere kronkurs. Anslagene for veksten hos våre handelspartnere er revidert ned. Vi har lagt til grunn en høyere oljepris enn sist i lys av utviklingen den siste tiden. På denne bakgrunn vurderer vi usikkerheten rundt oljeprisen og den internasjonale veksten samlet sett som balansert. Anslagene for produksjons- og etterspørselsveksten i Norge er lavere og arbeidsledigheten høyere enn i forrige inflasjonsrapport. Vi anser usikkerheten rundt anslagene for norsk økonomi som balanserte.

Det ble ikke fattet vedtak om å endre renten på Norges Banks hovedstyremøte 30. oktober. Foliorenten ble opprettholdt på 7 prosent. Med uendret rente så Norges Bank det som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2½ prosent som at den blir lavere.

Ved å se to år fram når vi setter renten, bidrar pengepolitikken til å stabilisere produksjonsutviklingen. Valget av denne horisonten hindrer at pengepolitikken i seg selv bidrar til unødige svingninger i den økonomiske utviklingen.

Vi kunne alternativt søkt å holde inflasjonen oppe på 2 ½ prosent også på et halvt til ett års sikt. Da måtte vi i sommer ha redusert renten markert. Det ville forsterket de presstendensene i norsk økonomi som kommer så klart til uttrykk i lønnsutviklingen og i husholdningenes låneetterspørsel. Det ville med overveiende sannsynlighet krevd betydelige renteøkninger om ett til halvannet år. En slik streng inflasjonsstyring ville ført til sterkere svingninger i renten og i den samlede etterspørselen og produksjonen.

I arbeidet med inflasjonsrapporten ble det denne gang benyttet informasjon fra det regionale nettverket som ble etablert i høst. Gjennom seks runder i året vil vi ha samtaler med kontakter fra nærings- og samfunnslivet om den økonomiske utviklingen i deres bedrifter og næringer, til sammen rundt 200 besøk i hver runde. Vi har delt landet inn i 7 regioner og har for seks av dem knyttet til oss regionale forskningsinstitutter som gjennomfører kontaktmøter på vegne av Norges Bank.

I Midt-Norge er privat tjenesteytende sektor den klart største, med vel 40 prosent av samlet sysselsetting i regionen. Privat tjenesteyting og varehandel utgjør til sammen over halvparten av sysselsettingen. Industrien står for vel en tidel av sysselsettingen. Det er relativt lite konkurranseutsatt industri i Trøndelag.

Fra Midt-Norge rapporteres det om små endringer i priser og kostnader, med unntak for eksportbedrifter. De opplever også nedgang i etterspørselen, mens bildet for bedrifter som produserer for hjemmemarkedet er blandet. I mange bedrifter er det uttrykt bekymring for den kraftige lønnsveksten i de seneste årene og det er økende oppmerksomhet rundt kostnadsreduksjoner. Bedriftene benytter seg i mindre grad av midlertidig arbeidskraft og timeverkene faller mer enn antallet fast ansatte. Enkelte mener at bemanningsreduksjoner kan bli mer aktuelt fremover. Bedriftene er generelt usikre på neste tremånedersperiode, men de fleste tror på en stabil situasjon.

Da jeg holdt foredrag for denne forsamlingen i fjor var utsiktene for industrien ett tema. I år vil jeg se litt nærmere på utviklingen i private tjenesteytende næringer. Fra 1991 til 2001 økte samlet sysselsetting i Norge med om lag 280 tusen personer. I offentlig forvaltning økte sysselsettingen i samme periode med om lag 120 tusen og i privat tjenesteyting<sup>1</sup> med 145 tusen personer. I industrien økte sysselsettingen fram til 1998 med 40 tusen, deretter falt den med 25 tusen. I privat tjenesteyting og varehandel var det i 2001 til sammen om lag 900 tusen sysselsatte, om lag tre ganger så mange som industrien.

Nedgangen i industrien de seneste fire-fem årene mer enn motsvares av oppgang i sysselsettingen i tjenesteytende næringer og i offentlig forvaltning. I årene fremover vil den planlagte bruken av oljeinntektene øke etterspørselen etter offentlige og private tjenester. Sysselsettingen i industrien vil vike.

Selv om innfasingen av oljeinntektene skjer gradvis, vil kampen om arbeidskraften isolert sett bli skjerpet. Pengepolitikken vil derfor trolig være ganske stram i årene framover. Et høyt rentenivå kan, som en nå opplever, tidvis gi en sterk krone. Det kan framskynde nedbyggingen av industrien. Men pengepolitikken kan på lang sikt verken påvirke den samlede sysselsettingen eller fordelingen mellom ulike næringer. Lavere rente ville ha ført til økt pris- og kostnadsvekst, som også ville ha svekket lønnsomheten i industrien. Resultatet ville vært det samme for sysselsetting og produksjon, men vi ville i tillegg fått høy inflasjon.

Selv om sysselsetting og produksjon i industrien i Norge blir svekket, behøver ikke utviklingen for norske foretak å bli negativ. Enkelte bedrifter vil kunne være i forkant i den teknologiske utviklingen og øke effektiviteten i takt med den særnorske kostnadsstigningen. Vi har i de senere årene også sett at mange foretak lokaliserer større deler av sin produksjon til utlandet, særlig de virksomhetene som krever mye arbeidskraft. Norske industriforetak vil fremdeles kunne være lønnsomme.

Næringer som eksporterer til utlandet bidrar til å skaffe valutainntekter for å finansiere import av varer og tjenester. Å ha næringer som er utsatt for konkurranse fra utlandet er også viktig for vekstevnen i økonomien. Derfor tar vi en risiko når industrien bygges ned. Det gjør økonomien mer sårbar. Vekstevnen i økonomien - grobunnen for læring, innovasjon og utvikling - kan bli svekket når mindre av næringslivet blir utsatt for intens internasjonal konkurranse.

Deler av tjenesteproduksjonen er også eksportrettet og dermed utsatt for konkurranse fra utlandet. I 2001 utgjorde for eksempel eksport av finans- og forretningstjenester og samferdselstjenester til sammen 44 milliarder kroner. Til sammenlikning utgjorde eksport av tradisjonelle varer 214 milliarder kroner.

Privat tjenesteyting, slik vi har avgrenset det her, utgjør om lag 40 prosent av samlet sysselsetting i Fastlands-Norge. Varehandelen er klart den største gruppen målt i antall ansatte, med over 300 tusen sysselsatte. Sysselsettingen i denne gruppen har økt noe over de siste 10 årene. Forretningsmessig tjenesteyting er nest største undergruppe, med 230 tusen sysselsatte. Disse to utgjør til sammen omtrent 60 prosent av sysselsettingen i privat tjenesteyting.

I forretningsmessig tjenesteyting økte sysselsettingen fra 140 tusen i 1995 til om lag 230 tusen i 2001. Forretningsmessig tjenesteyting består blant annet av juridisk tjenesteyting, formidling av arbeidskraft, arkitektvirksomhet, rengjøringsvirksomhet og databehandling. Veksten i disse næringene gjenspeiler både en underliggende vekst i etterspørselen etter slike tjenester og at mange virksomheter i privat og offentlig sektor utkontrakterer denne tjenesteproduksjonen. På den annen side har sysselsettingen falt noe gjennom de siste ti årene i post og telekommunikasjon og i finansnæringen.

Produktivitetsveksten i industrien i Norge var ifølge nasjonalregnskapstallene lav på 1990-tallet, mens den var høy i privat tjenesteyting og varehandel.

Veksten i produktiviteten i privat sektor i Norge har vært høyere enn for eksempel i USA gjennom 1990-tallet. Høy produktivitetsvekst i mange tjenesteytende næringer har bidratt til

dette. I noen grad er veksttallene for 1990-årene påvirket av at vi gikk inn i tiåret med en lavkonjunktur og kom ut av det med en tendens til overoppheting i arbeidsmarkedet.

Produktivitetsveksten har vært særlig høy i varehandelen, finansiell tjenesteyting og post og telekommunikasjon. Dette er næringer som har vært gjennom store endringer i struktur, teknologi og markedstilpasning. Det vi ser, er at disse endringene har gitt positive utslag i form av høy produktivitetsvekst - og dermed lønnsevne og inntektsvekst - for store grupper. Utviklingen har trolig også bidratt til å holde den samlede prisveksten nede og til at store nye investeringer har vært sett på som lønnsomme. Dette kan også ha forsterket den høye veksten i norsk økonomi på slutten av 1990-tallet. I så fall kan den kraftige veksten i de tjenesteytende næringene ha bidratt til den relativt høye realrenten i Norge de senere årene.

Vi vet at svingninger i produktivitet kan påvirke realvalutakursen. Når en økonomi går gjennom en fase med høy produktivitetsvekst, og med høy avkastning i mange investeringsprosjekter, vil realrenten normalt gå opp. Over tid må realrenten reflektere økonomiens langsiktige vekstevne. Hvis realrenten stiger i vårt land sammenliknet med andre land, må vi vente at realvalutakursen blir påvirket etter det samme mønster som når vi tar inn mer oljeinntekter inn i økonomien. Det vil være symmetri. Nedgang i produktivitetsveksten vil virke motsatt.

Utviklingen på 1990-tallet kan i et virkelig langt tidsperspektiv ha vært en episode - og de store strukturendringene i de tjenesteytende næringene en engangsfenomen. I så fall vil veksten i økonomien etter hvert trolig vende tilbake til nivået den har ligget på tidligere. Men det er også mulig at vi fortsatt har i vente en betydelig produktivitetsvekst fra ny teknologi og nye strukturer.

## Fotnoter

1. Tallene er fra Nasjonalregnskapet. Vi har her definert Privat tjenesteyting som summen av sektorene varehandel, reparasjon av kjøretøy, hotell og restaurantvirksomhet, transport ellers, post og telekommunikasjon, finansiell tjenesteyting, forretningsmessig tjenesteyting samt deler av andre sosiale og personlige tjenester.