

Oljeinntekter, pengepolitikk og konjunkturer

Visesentralbanksjef Jarle Bergo. Gjesteforelesning Høyskolen i Telemark, Bø, 13. november 2002

Med forbehold om endringer under fremføringen.

Forelesningen bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i Hovedstyret 30. oktober og tidligere foredrag.

Petroleumsvirksomheten utgjør en betydelig andel av norsk økonomi. Fornuftig økonomisk politikk og høy oljepris har samlet bidratt til de høyeste overskuddene, både målt ved drifts- og budsjettbalansen, som er registrert i noe OECD-land. Også i 1998, da oljeprisen var nede i 10 dollar fatet, hadde vi et overskudd på 4 prosent av BNP målt ved statens nettofinansinvesteringer.

Samfunn som plutselig får tilgang til store ressurser, har en tendens til å bruke pengene og så forvitte. Tilgang til rike naturressurser kan føre til lavere vekst. Forklaringer på dette kan være at en slik tilgang fører til at tid og ressurser rettes mot å tilrive seg en så stor andel som mulig av den ervervede rikdommen. Historiske erfaringer sier dermed at det er viktig å ha beslutningssystemer som gir vern mot at særinteresser tilriver seg sterk kontroll over petroleumsformuen. I tillegg må vi bevare og utvikle insentiver til å erverve kunnskap og drive nyskappingsarbeid.

Det er også viktig å være klar over at den største delen av Norges nasjonalformue ikke er oljen, men verdien av arbeidskraften i landet. Skulle oljeformuen føre til at vi jobber litt mindre eller blir litt mindre produktive, vil nedgangen i den øvrige formuen raskt bli like stor som hele petroleumsformuen.

Den 29. mars i fjor fastsatte Regjeringen Stoltenberg nye retningslinjer for pengepolitikken og la frem en handlingsregel for finanspolitikken. Handlingsregelen for finanspolitikken innebærer at underskuddet på statsbudsjettet over tid skal tilsvare den forventede realavkastningen av petroleumsfondet. Med handlingsregel er finanspolitikken langsiktig forankret. Petroleumsfondet virker da som en buffer mellom svingninger i oljeinntektene og norsk økonomi. Alternativet, å la statsbudsjettet svinge i takt med oljeinntektene, ville gitt brå og uforutsigbare skift i den økonomiske politikken fra år til år. Det ville gitt økt usikkerhet. Handlingsregelen er en stabil ramme som bidrar til å dempe noe av usikkerheten.

Innfasingen av oljeinntektene vil bidra til å stimulere aktiviteten i landet. Handlingsregelen innebærer at underskuddet utenom oljeinntekten skal øke i årene fremover. Dette vil gi en vesentlig stimulans hvert år.

Innfasingen av oljeinntektene vil ha konsekvenser for næringsstrukturen i Norge. Økt bruk av oljeinntektene på varer og tjenester som krever innenlandske ressurser, krever økt sysselsetting i skjermet sektor. Denne arbeidskraften må hentes fra konkurranseutsatt sektor eller ved at den naturlige veksten i arbeidsstyrken finner veien til skjermet sektor.

Over tid vil størrelsen på den konkurranseutsatte delen av næringslivet påvirkes av hvor mye oljeinntekter som tas inn i norsk økonomi. Størrelsen på konkurranseutsatt sektor vil være uavhengig av pengepolitikken. En styrking av kronekursen kan likevel påvirke hvor raskt endingene i næringslivet skjer.

For å bevare balansen i norsk økonomi må innfasingen av oljeinntekter i norsk økonomi motvirkes av en strammere pengepolitikk enn ellers. Dette kan skje gjennom en høyere rente enn ellers, eller gjennom en styrking av kronekursen, eller begge deler.

Et klart mål for pengepolitikken er et nødvendig tillegg til handlingsregelen for å sikre rimelig makroøkonomisk stabilitet. Pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent.

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. Inflasjonen i Norge bestemmes av både innenlandske og internasjonale prisimpulser. Innenlandske prisimpulser påvirkes av hvordan tilstanden i norsk økonomi er. Internasjonale prisimpulser kommer via prisene på de konsumvarene og innsatsvarene vi importerer. Disse prisimpulsene vil blant annet påvirkes av utviklingen i internasjonale råvarepriser, konsumpriser og valutakursen.

Renten påvirker prisveksten gjennom virkningen på etterspørselen innenlands og gjennom virkninger i markedet for norske kroner.

Når renten øker, blir det mer lønnsomt å spare og mer kostbart å låne. Det demper forbruket og investeringene og dermed den samlede etterspørselen. I neste omgang bidrar lavere etterspørsel til å dempe veksten i priser og lønninger.

Høyere rente gjør det mer attraktivt å plassere i norske kroner og låne i andre valutaer. Normalt vil derfor en høyere rente føre til en sterkere krone. Det gjør importerte varer billigere. I tillegg demper en sterkere krone aktiviteten, lønnsomheten og lønnsevnen i konkurranseutsatt næringsliv.

Det er viktig å være oppmerksom på sammenhengene mellom sysselsetting, produksjon og inflasjon. Hvis det er knapphet på arbeidskraft og andre realressurser, vil en stram pengepolitikk redusere inflasjonen gjennom virkningene på samlet etterspørsel. Og omvendt, når det er stor arbeidsledighet, vil lav rente stimulere etterspørselen og holde lønnsveksten og inflasjonen oppe. Når vi retter pengepolitikken inn mot å stabilisere inflasjonen, vil vi derfor også bidra til stabilitet i samlet produksjon og sysselsetting.

På lang sikt bestemmer pengepolitikken det gjennomsnittlige nivået på inflasjonen. Produksjonen bestemmes av tilgangen på arbeidskraft, kapital og teknologi, og av produktivitetsutviklingen. Forsøk på å øke produksjonen utover den samlede kapasiteten i økonomien, vil i lengden føre til inflasjon.

Det pengepolitikken kan gjøre, er å bidra til en mest mulig stabil utvikling, uten unødig store svingninger i produksjon og sysselsetting. Den samlede sysselsettingen påvirkes også av lønnsdannelsen. Hvis lønningene vokser mer enn det er grunnlag for, går sysselsettingen ned

og arbeidsledigheten vil etter hvert øke. Pengepolitikken kan ikke hindre en økning i ledigheten som skyldes et slikt lønnsdrevet kostnadssjokk.

Når det er tillit til at pengepolitikken bidrar til lav og stabil inflasjon over tid, kan pengepolitikken på kort sikt - under bestemte forutsetninger - bidra til å jevne ut svingningene i produksjon og etterspørsel. På kort sikt er det en avveining mellom hensyn til stabilitet i inflasjonen på den ene siden, og på den andre siden hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting. En aggressiv pengepolitikk vil raskt bringe inflasjonen til målet. Det gir store svingninger i realøkonomien. Renten kan også endres mer gradvis. Det gir mindre utslag i realøkonomien, men større svingninger i inflasjonen. Ved å påvirke prisveksten over tid, unngår vi at en for aggressiv pengepolitikk i seg selv påfører økonomien unødige forstyrrelser.

Pengepolitikken virker med et 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 inflasjonsmålet. Det kan likevel tenkes at dersom prisveksten skulle være svært høy, og den økonomiske utviklingen samtidig svak, vil vi kunne velge å bruke noe lenger tid enn to år på å nå målet om en prisvekst på 2½ prosent.

Valget av tidshorisont for pengepolitikken gjenspeiler at det er realøkonomiske kostnader forbundet med å få inflasjonen raskt tilbake til målet. Indirekte er denne horisonten et uttrykk for avveiningen mellom hensynet til stabil produksjon på den ene siden og lav og stabil inflasjon på den andre siden.

Erfaringsmaterialet både i Norge og i andre land viser at renteendringer påvirker den samlede etterspørselen relativt raskt. Basert på RIMINI-modellen har vi anslått virkningene av en renteøkning på 1 prosentpoeng som varer i to år. Det fremgår av figuren at en slik renteøkning isolert sett kan bidra til å redusere nivået på BNP for Fastlands-Norge med mellom ¾ og 1 prosent etter to år.

Virkningen vil avhenge av flere forhold, som husholdningenes lånegjeld og lønnsomheten i bedriftene. Husholdningenes og bedriftenes forventninger kan også spille en rolle for hvor sterkt renten virker. Båndet i figuren illustrerer noe av denne usikkerheten basert på våre modeller.

I praksis vil det ofte være usikkert hvor lenge renten holdes høy eller lav. Utslagene, for eksempel i valutakursen, må antas å endres dersom en endrer renten for en kortere eller lengre periode enn her. Erfaringsmessig vil det også variere hvor raskt en renteendring virker. For eksempel kan renteøkningene i 1998 ha fått virkninger på lønnsveksten allerede våren etter. I andre situasjoner kan det ta lengre tid.

Også virkningene på konsumprisveksten er usikker. Inflasjonstakten vil dempes med anslagsvis 0,20-0,35 prosentpoeng etter to år og 0,30-0,40 prosentpoeng etter tre år. Utfallet vil blant annet avhenge av hvordan valutakursen reagerer på renteøkningen. Det ligger til grunn i alle anslagene ovenfor at tilliten til målene for pengepolitikken ikke rokkes. Hvis for eksempel en rentenedgang fører til svekket tillit, kan utslagene på valutakursen og prisveksten bli betydelig større enn angitt her. Det er imidlertid ikke mulig å tallfeste størrelsen på slike virkninger. Store renteendringer vil i utgangspunktet kunne påvirke

graden av tillit til pengepolitikken. Anslagene ovenfor gjelder derfor i utgangspunktet for mindre endringer i renten. Kraftige renteendringer vil kunne gi andre utslag enn det som fremkommer her.

Terminrentene viser hva som er priset inn i markedet av forventninger til kortsiktige renter frem i tid. Forskjellen i disse rentene mellom Tyskland og Norge avspeiler ulike inflasjonsforventninger samt en risikopremie. I perioden da målet i pengepolitikken var en stabil valutakurs overfor euro var differansen mellom langsiktige renter om lag ½ prosentpoeng mindre mot tyske renter enn den er i dag. Differansen mellom norske og tyske terminrenter på 10 års sikt økte med om lag et halvt prosentpoeng etter at inflasjonsmålet ble innført. Dette avspeiler at markedet tidligere antok at prisveksten i Norge på lang sikt ville være lik den i euroområdet, det vil si rundt ESBs målsetting om en prisvekst på under 2 prosent.

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

Vekstanslagene er nedjustert som følge av renteøkningen i juli. BNP-veksten vil ta seg opp, men ligger under vekstpotensialet neste år. De konkurranseutsatte delene av økonomien er i utakt med enkelte skjermede næringer. Mens privat konsum holder etterspørselsveksten oppe, venter vi avskalling i industrien. Vi venter økt omstillingsledighet. Høy reallønnsvekst gir utakt mellom privat og offentlig konsum. Veksten i offentlige utgifter går i stor grad med til å dekke høyere lønnskostnader i stat og kommune. Dermed blir det lite rom for aktivitetsøkning i offentlig sektor, og i stedet høy vekst i privat konsum.

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 2½ 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 igjen med overveiende sannsynlighet krevd betydelige renteøkninger om ett til halvannet år. En slik streng inflasjonsstyring ville derfor ført til sterkere svingninger i renten og i den samlede etterspørselen og produksjonen.