

Pengepolitikken og perspektiver for norsk økonomi

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Foredrag på frokostmøte i SR-Bank, 5. april 2002

Foredraget bygger bl.a. på vurderinger gitt i Norges Banks Inflasjonsrapport 1/2002 og i tidligere foredrag. Med forbehold om endringer under fremføringen.

Verdensøkonomien har vært gjennom et tilbakeslag. Veksten i USA stoppet i fjor vår. På slutten av fjoråret smittet nedgangen i USA over på Europa og Asia. I de fleste landene i Europa og i USA har offentlig og privat konsum bidratt til å holde etterspørselen oppe, mens fall i investeringene og lagrene har trukket ned.

Amerikansk økonomi er fleksibel og sjelden lenge i nedgang. Det er tegn til at den allerede er i ferd med å hente seg inn. Aksjekursene og råvareprisene er tilbake på nivåene fra før 11. september. Veksten i USA tok seg opp igjen i fjerde kvartal i fjor, og nye tall kan tyde på at veksttakten økte ytterligere i første kvartal i år.

De amerikanske husholdningens forventninger er også tilbake på nivåene fra før 11. september. Men fortsatt viser tillitsindikatorene lave nivåer, både for USA og Europa. Bedriftene i USA har høy gjeld og er sårbare. Husholdningenes formuer har falt. Det kan føre til at husholdningenes sparing øker. Det er også usikkert hvor raskt oppgangen kommer i Europa.

Oljeprisen falt mot slutten av fjoråret som følge av redusert etterspørsel etter olje. Siden har oljeprisen steget igjen. Utviklingen er preget av usikkerhet om utsiktene for verdensøkonomien og situasjonen i Midt-Østen.

Nedgangen internasjonalt har ført til at avsetningsmulighetene er blitt svakere for mange eksportnæringer. For tradisjonelle eksportvarer falt prisene med 6 prosent fra andre halvår 2000 til andre halvår 2001. Lakseprisene og aluminiumsprisene bidro sterkt til dette fallet. Det tradisjonelle eksportvolumet falt tidlig på høsten i fjor.

I mars var den registrerte ledigheten i henhold til tall fra Aetat på 3,0 prosent av arbeidsstyrken, 0,4 prosentpoeng høyere enn for et år siden. Denne økningen i ledigheten fant sted sist høst i hovedsak innenfor servicenæringer på Østlandet.

Den internasjonale nedgangen, aksjekursfallet og generell usikkerhet førte til moderat nedgang i norske husholdningers forventninger til den økonomiske utviklingen i løpet av fjoråret. Den siste tiden har husholdningenes forventninger tatt seg opp igjen.

Gjelden vokser kraftig i husholdningssektoren. Som andel av disponibel inntekt har gjelden økt de siste to årene. Husholdningssektorens finansielle stilling er likevel samlet sett fortsatt sterk. Høy og økende sparing og betydelig boligprisvekst over mange år har bidratt. Men den parallelle veksten i gjeld og boligformue utgjør en risiko. Hvis gjeldsveksten vedvarer, vil husholdningene i 2004 ha over 1,5 ganger sin inntekt i gjeld.

Det høye gjeldsopptaket bidrar til at rentebelastningen øker. Med dagens rentenivå er likevel belastningen vesentlig lavere enn i perioden fra 1987 til 1993.

Gjelden i foretakene har økt betydelig de siste 6 årene, fra et forholdsvis moderat nivå i begynnelsen av 1990-tallet. Det er særlig fastlandsbaserte foretak som øker sin gjeld. Den kraftige gjeldsveksten er nært knyttet til investeringene. En stadig større del av foretakenes gjeld brukes til finansinvesteringer. Foretakene må opprettholde en god inntjening i årene fremover dersom de skal klare å betjene avdrag og renter på gjelden.

Bankene har hentet kapital i utlandet for å finansiere den kraftige utlånsveksten. Brutto utenlandsgjeld i bankene har økt fra 49 milliarder i desember 1995 til 296 milliarder kroner i desember 2001. Bankene har med dette mer spredt finansiering, men samtidig kan tvil ute om utviklingen i norsk økonomi lett få virkning på vilkårene for finansieringen av norske banker. Særlig kan kortsiktig opplåning i utlandet være flyktig. Andelen kortsiktig utenlandsfinansiering har vært relativt stabil de siste årene.

Den økonomiske politikken i Norge bygger på handlingsregler for finanspolitikken og pengepolitikken. Handlingsregelen for finanspolitikken sier at bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet skal svare til den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Erfaringsmessig blir høy inflasjon alltid etterfulgt av nedgangstider. Lav og stabil inflasjon bidrar til stabilitet og vekst i økonomien.

Handlingsregler i den økonomiske politikken i Norge er ikke noe nytt. Både finans- og pengepolitikken har i hele etterkrigstiden, med unntak av siste halvdel av 1970-tallet og første halvdel av 1980-tallet, vært basert på slike regler. Pengepolitikken har vært klart forankret siden 1986. Handlingsregler er heller ikke særegent for vårt land.

Inflasjonsmålet forankrer forventningene om fremtidig inflasjon og renter. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. 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.

Aktørene i det økonomiske livet kan legge til grunn at inflasjonen blir 2½ prosent. Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir høyere enn 2½ prosent, vil renten bli satt opp. 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 la fram sin siste inflasjonsrapport 27.februar. Vi venter at prisstigningen blir rundt 2½ prosent om to år, hvis veksten i verdensøkonomien tar seg opp igjen som forutsatt. Samlet vurderer vi risikoen rundt anslaget for inflasjonen å være balansert.

Det stramme arbeidsmarkedet vil trolig fortsatt gi temmelig høy vekst i lønnskostnadene og nokså sterk vekst i prisene på hjemmeproduserte varer og tjenester. Siden 1997 har lønnskostnadene økt med mellom 5 og 7 prosent per år. Vi anslår en årlig lønnsvekst på 5 prosent fremover. Lav prisvekst på importerte konsumvarer har bidratt til å trekke den samlede prisveksten ned. Denne trenden vil trolig fortsette en tid fremover. Etter hvert som verdensøkonomien tar seg opp, vil prisveksten på importerte varer tilta. En vekst i

Lønnskostnadene på mer enn 5 prosent vil bare være forenlig med inflasjonsmålet hvis kronen fortsetter å styrke seg. Til grunn for anslagene i inflasjonsrapporten er det teknisk forutsatt at kronekursen holder seg stabil.

Kursene mellom de store valutaene svinger kraftig. Effektiv kurs på amerikanske dollar har steget med mer enn 30 prosent siden 1995. Tyske mark (senere euro) er svekket med om lag det samme. Effektiv kurs på yen har beveget seg i kraftige bølger.

Mindre land har også opplevd store endringer i valutakursen. Svenske kroner har endret seg mye de siste 10 årene og er nå 10 prosent svakere enn sommeren 2000. Australske dollar har svekket seg med over 30 prosent siden våren 1997. Det er en tendens til at land som eksporterer mye råvarer får store svingninger i sin valutakurs. Australia er et eksempel. Tradisjonelt har stabil kronekurs vært det nominelle ankerfestet for norsk økonomi. Lønnskostnadene hos handelspartnerne var en viktig referanse. Nå er det inflasjonsmålet som er det nominelle ankerfestet.

Svingninger i råvareprisene fører til endringer i forholdet mellom eksport- og importprisene, eller bytteforholdet. Svingningene i bytteforholdet slår ut i valutakursen, og det bidrar til å dempe virkningene på lønnsomheten. Valutakursen virker som en buffer. På 1990-tallet var svingningene i Norges bytteforhold særlig store. Endringer i oljeprisen var en viktig årsak. Kronekursen har ikke variert mye sammenliknet med andre land. Petroleumsfondet virker som en buffer mot svingninger i oljeprisen fordi fondets kapital plasseres ute. Det bidrar til å stabilisere kronekursen. Lav og stabil inflasjon om lag på våre handelspartneres nivå vil over tid også bidra til å stabilisere kronekursen.

Vi må likevel være forberedt på svingninger i kronen, på linje med de svingningene vi har sett i andre land. Endringer i verdensøkonomien kan påvirke kronekursen. Valutakursen kan også reagere på og bidra til å dempe virkningene av innenlandske forstyrrelser.

Den flytende valutakursen er i det store og hele et egnet instrument til å fange opp uforutsette forstyrrelser som økonomien blir utsatt for. En sterkere krone kan for eksempel motvirke at innenlandsk etterspørselspress slår ut i høyere prisstigning. Som historien og andre lands erfaringer har lært oss, er det vesentlig større realøkonomiske tap knyttet til å fjerne høy inflasjon og dempe inflasjonsforventningene enn til variabel nominell valutakurs. Hvis oljeprisen skulle falle til et så lavt nivå at investeringene på norsk sokkel stopper opp, ville en svakere krone bidra til å lette omstillingene i næringslivet og norsk økonomi for øvrig.

Handlingsregelen for finanspolitikken forventes hvert år i mange år framover å bidra til å stimulere etterspørselen i norsk økonomi og til å holde etterspørselen etter arbeidskraft oppe. Økt bruk av oljeinntekter vil føre til at de tjenesteytende næringene trenger mer ressurser. Kampen om arbeidskraften blir skjerpet. For å holde inflasjonen i sjakk må pengepolitikken trolig være ganske stram i årene framover.

Over tid vil størrelsen på den konkurranseutsatte delen av næringslivet påvirkes av hvor mye oljeinntekter som tas inn i norsk økonomi. Et vedvarende press i økonomien kan, når vi samtidig har lav og stabil inflasjon, tidvis komme til uttrykk i en sterk krone og svekkelse av konkurranseevnen. 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 konkurranseevnen. Resultatet ville vært det samme for sysselsetting og produksjon, men vi ville i tillegg fått høy inflasjon. Hvor sterk kronkursen er, kan likevel påvirke hvor raskt endringene i næringslivet skjer.

Historisk har sysselsettingen i konkurranseutsatt sektor falt i bølger. Særlig i perioden fra 1977 til 1984 og fra 1987 til 1992 var det kraftig avskalling i industrien. Forut for begge nedgangsperiodene svekket industriens kostnadsmessige konkurranseevne seg betydelig. Det er en risiko for at vi nå står overfor en ny periode med nedgang i industrien.

For høy lønnsvekst - både i industrien og andre næringer - vil ramme det konkurranseutsatte næringslivet på to måter. For det første vil høy lønnsvekst i seg selv svekke inntjeningen og sysselsettingen. For det andre vil renten settes opp og forsterke denne effekten. Industrien vil derfor merke utslagene av for høy lønnsvekst enda sterkere enn før. Så lenge lønningene vokser så mye som de har gjort de siste årene, vil næringslivets konkurranseevne svekkes. Denne svekkelsen vil bidra til å bygge ned sysselsettingen i vareproduksjonen.

Det er store forskjeller i produktivetsveksten innenfor ulike deler av industrien. Det kan se ut til at produktiviteten i næringsmiddel- og grafisk industri har falt de siste årene og det trekker i så fall industriens samlede produktivitet ned. Siden 1995 har lønnskostnadenes andel av verdiskapingen steget med 17 prosentpoeng for denne næringen. Utenom næringsmiddel og grafisk industri har lønnskostnadenes andel av verdiskapingen steget med om lag 6 prosentpoeng siden 1995. Over de siste 10 årene har lønnsandelen holdt seg konstant i gjennomsnitt.

Utviklingen for norske foretak behøver ikke å bli negativ. Enkelte bedrifter vil kunne være i forkant i den teknologiske utviklingen og øke effektiviteten i raskere takt enn den særnorske kostnadsstigningen. Mange foretak lokaliserer større deler av sin produksjon til utlandet. Norske industriforetak vil fremdeles kunne være lønnsomme selv om industriens betydning i norsk økonomi blir redusert. Likevel 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.