

Utfordringer i den økonomiske politikken

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem, Gausdal 28. januar 1999

Den økonomiske politikken i Norge

I den økonomiske politikken i Norge har finanspolitikken hatt et viktig ansvar for å stabilisere etterspørselen etter varer og tjenester. Penge- og valutapolitikken har siden 1994 vært rettet mot å holde valutakursen stabil i forhold til europeiske valutaer. Partene i arbeidslivet forhandler om lønn og har dermed en vesentlig innflytelse på sysselsettingen.

Fra 1986 til desember 1992 var kronen fast. Fastkurspolitikken fra sommeren 1986 ga et nominelt ankerfeste for den økonomiske politikken, og inflasjonen ble gradvis bekjempet. Dette skjedde med betydelige realøkonomiske kostnader i form av tapt produksjon i årene 1988-92. Kostnadene med å stabilisere økonomien var imidlertid neppe større i Norge enn i andre land i sammenliknbare situasjoner. Tvert imot, vi unngikk den varige økningen i den strukturelle arbeidsledigheten og den varige svekkelsen av statsfinansene som rammet mange europeiske land på 1980- og 1990-tallet, og som de trekker med seg inn i det neste tiåret. Politikken i Norge la grunnlaget for en balansert og bredt basert økonomisk vekst i årene etter 1992.

Etter vedtaket om å la kronen flyte den 10. desember 1992, måtte retningslinjene for pengepolitikken formuleres på nytt. Pengepolitikken ble da rettet inn mot å holde en stabil kronkurs, men uten at det ble definert en sentralkurs med svingningsmarginer. Dette ble formalisert i retningslinjene i valutakursforskrift som ble fastsatt i kongelig resolusjon 6. mai 1994.

For at stabiliseringspolitikken skal virke etter sin hensikt, må alle deler av politikken fungere etter forutsetningene. Dette har ikke vært tilfelle de tre siste årene.

Norge har i flere år hatt en gjennomsnittlig årlig vekst som ligger langt høyere enn gjennomsnittet for resten av Europa, og en sterk vekst i sysselsettingen. Hjulpet av blant annet en kraftig økning i oljeinvesteringene bygget det seg over tid opp et sterkt press i økonomien, med stor knapphet på arbeidskraft.

Etter valutakrisen høsten 1992 kom norske renter relativt raskt ned mot europeisk nivå. Rentenivået i Europa var fallende etter all uroen tidlig på 1990-tallet. Etter hvert som den økonomiske veksten i Norge tok seg opp, ble økonomien stabilisert med en strammere finanspolitikk. For å stabilisere kronekursen satte Norges Bank ned renten rundt årsskiftet 1996/97 etter at kronen i en periode hadde styrket seg vesentlig.

Finanspolitikken er et viktig virkemiddel for å utjevne svingninger i den økonomiske utviklingen. Det har imidlertid vist seg vanskelig å unngå at finanspolitikken er blitt påvirket av de stemningsskiftene som finner sted når økonomien når en moden fase i en oppgangskonjunktur og minnet om de tilbakelagte nedgangstider sviner hen. Pengepolitikken skal gi et nominelt ankerfeste for den økonomiske utviklingen. Når vi har

valgt stabil valutakurs som ankerfeste, kan pengepolitikken periodevis bli medsyklisk. Det kan stille store krav til regjeringens og Stortingets evne og vilje til å følge en fast linje i budsjettpolitikken. I et system med stabil valutakurs er det viktig at myndighetene faktisk makter å gjennomføre finanspolitikken på en slik måte at det ikke oppstår store og uønskede konjunkturbevegelser i økonomien.

I den siste høykonjunkturen har finanspolitikken gjennomgående vært relativt stram, men innstramningen ble svakere etter hvert som veksten tok seg opp. Finanspolitikken burde vært strammere i 1996, i 1997 og i 1998. Vi må også trekke den lærdom av erfaringene i denne perioden at investeringene i petroleumssektoren bør styres bedre for å unngå svingningene i fastlandsøkonomien. En kan ikke vente at statsbudsjettet skal makte å motvirke sjokkene som de store svingningene i etterspørselen fra oljeselskapene påfører fastlandsøkonomien.

Intern ustabilitet

Finanspolitikken har ikke stabilisert den økonomiske utviklingen tilstrekkelig de siste årene. Dette har stilt partene i inntektsoppgjørene overfor et dilemma.

Moderate lønnsoppgjør bidro i vesentlig grad til å legge grunnlag for en bredt basert sysselsettingsvekst fra 1992. I årene 1993-1998 økte sysselsettingen med over 250 000 personer. Samtidig ble ledigheten redusert fra omlag 6,5 prosent til under 3 prosent, det laveste ledighetsnivået på 10 år. Mens det i 1993 var nærmere 20 arbeidsledige som konkurrerte om hver ledige stilling ved arbeidskontorene, var dette forholdstallet redusert til noe over 2 i 1998.

Det stadig strammere arbeidsmarkedet har resultert i tiltakende lønnsvekst. Fjorårets lønnsoppgjør medførte en nominell lønnsvekst i 1998 på 6 prosent. Fra fjerde kvartal 1997 til fjerde kvartal 1998 økte trolig lønnsnivået i Norge med 7½ prosent. I kommunesektoren ser det ut til at lønnsveksten kom opp i over 9 prosent på slutten av året. Som følge av at store deler av lønnsveksten ble utbetalt sent på året blir det et kraftig lønnsoverheng inn i 1999 (3-3½ prosent). Med antakelser om normal lønnsglidning – anslagsvis 1-1½ prosent – og moderate tariff tillegg kan lønnsveksten også i inneværende år lett komme opp mot 6 prosent. Selv om det ikke skulle bli gitt sentrale lønnstillegg, vil lønnsveksten neppe komme noe særlig under 4½ - 5 prosent i år som følge av det store lønnsoverhenget. Differansen til lønnsveksten i utlandet blir fortsatt høy. Lønnsveksten i euro-landene var om lag 1,7 prosent i fjor, og forventet lønnsvekst i inneværende år er om lag 2,5 prosent. Et eventuelt "null-oppgjør" i Norge vil imidlertid bidra til at tolv månedersveksten i lønnskostnadene avtar sterkt gjennom året.

Med stor mangel på arbeidskraft vil både arbeidstakerne og arbeidsgiverne ha en kortsiktig interesse i høye lønnstillegg. Da blir også økt lønnsvekst resultatet. Samtidig har økonomien en betydelig selvregulerende evne. Høy lønnsvekst vil svekke sysselsettingen og dermed redusere risikoen for at den høye lønnsveksten varer ved.

Økt inflasjonsdifferanse mot handelspartnerne

Generelt press i økonomien har i liten grad slått ut i økt prisvekst i Norge. Konsumprisveksten lå rundt 2,5 prosent gjennom hele 1998. Det var betydelig lavere enn de fleste hadde ventet. Det er særlig prisutviklingen for importerte varer som har bidratt til å holde prisveksten nede. Krisen i de asiatiske landene har antakelig bidratt til å dempe prisveksten internasjonalt. Dette har skjedd direkte via prisfall på varer produsert i asiatiske land og indirekte via lavere samlet etterspørsel i verdensøkonomien og økt priskonkurranse mellom landene. Derfor falt også råvarepriser og produsentpriser. Den økningen i inflasjonsdifferansen som Norges Bank har ventet, har funnet sted ved at inflasjonen har falt i utlandet.

Selv om inflasjonen i Norge har vært stabil, er det store ulikheter i prisutviklingen i de ulike sektorene i økonomien. Den klart sterkeste prisveksten finner vi for enkelte tjenester, der prisene steg med hele 7 prosent i 1998. Den viktigste forklaringen er at den høye lønnsveksten slår mye kraftigere ut i denne sektoren, fordi lønnskostnadene utgjør en betydelig andel av samlede kostnader. Veksten i konsumprisindeksen holdes nede av lav, eller ingen, prisvekst på importerte varer.

Vendepunkt i økonomien

Norsk økonomi fortsatte å vokse relativt sterkt i 1998, men noe mindre enn i de foregående årene. I inflasjonsrapporten, som ble lagt fram rett før jul, ventet Norges Bank at norsk økonomi nå tar en vekstpause. Flere år med kraftig vekst har bidratt til at kapasitetsutnyttningen er blitt høy. Knapphet på arbeidskraft og den høye lønnsveksten vi nå har, vil bidra til å bremse veksten i årene fremover.

Det er utfordrende å lage prognoser når en nærmer seg et konjunkturomslag. Det er vanskelig å vite når omslaget kommer og hvor sterkt det blir. Det er imidlertid flere forhold som nå indikerer at vi vil gå inn i en periode med noe svakere vekst. Internasjonale forhold har bidratt til lavere etterspørsel og lavere priser på verdensmarkedet. Det svekker lønnsomheten i eksportnæringene i Norge. Samtidig gir lønnsoppgjøret økte kostnader for bedriftene. Dette vil forsterke rasjonaliseringen i bedriftene. Lavere inntjening og et høyere rentenivå vil samtidig dempe investeringene i næringslivet. Det har lenge ligget an til at oljeinvesteringene vil falle fra det ekstraordinært høye nivået de senere årene. Fallet i oljeprisen kan forsterke omslaget. Omstilling, rasjonalisering og kostnadskutt i oljenæringen vil også ramme sysselsettingen.

Kommunene, hvor sysselsettingen har økt sterkt i denne oppgangskonjunktoren, stilte seg i en svært vanskelig stilling under det siste inntektsoppgjøret. De må nå konsolidere sin økonomi og veksten i kommunal sysselsetting vil trolig bli sterkt dempet.

Det er allerede tegn til at arbeidsmarkedet er nær et vendepunkt. Arbeidsledigheten faller ikke lenger og vil trolig øke fremover. Arbeidsmarkedet er imidlertid fortsatt stramt, og Norges Bank anslår en svak vekst i sysselsettingen også i inneværende år. Vi vil ha like stramt arbeidsmarked under årets inntektsoppgjør som i fjor, men utsiktene for sysselsettingen

fremstår nok nå som vesentlig svakere. Sysselsettingen vil kunne falle noe fra og med neste år. I inflasjonsrapporten anslås ledigheten å stige til rundt 4½ prosent i 2000.

De anslag som Norges Bank har utarbeidet, tyder på at omslaget denne gangen neppe blir like kraftig som på slutten 1980-tallet. Det følger blant annet av at næringslivet og husholdningene er langt bedre rustet til å tåle motgang nå enn i slutten av 1980-årene. Husholdningenes finansielle stilling er vesentlig bedre. Bedriftene er mer solide, og bankene har betydelig større kjernekapital. Prisstigningen og kostnadsveksten var vesentlig mer ute av takt i 1986 og 1987 med tosifret prisstigning.

Jeg sier ikke dette for å bagatellisere de utfordringene vi nå står overfor. Det er alltid krevende å utforme politikken når vi får et så stort inntektsbortfall og arbeidsmarkedet samtidig er i ubalanse. Erfaringene fra 1970-tallet og 1980-tallet var at en sterkere kostnadsvekst enn i andre land fører til et slakkere arbeidsmarked. Det vil vi også få nå.

Press på valutakursene til råvarebaserte økonomier

Det er en gjensidig sammenheng mellom prisstigningen og utviklingen i valutakursen. Som nevnt tidligere har kursutviklingen stor betydning for pris- og kostnadsveksten gjennom virkningen på importprisene. Samtidig vil en pris- og kostnadsvekst om lag på linje med utviklingen i andre europeiske land over tid være en forutsetning for å kunne holde en stabil valutakurs mot disse landene. Den høye kostnadsveksten i 1998 bidro antakelig til å svekke tilliten til kronen.

Også internasjonale forhold bidro sterkt. 1998 var preget av finansielle kriser i Asia, Russland og Brasil, fallende råvarepriser og generell uro på de internasjonale finansmarkedene. Asia-krisen ble kraftigere og mer langvarig enn ventet, og ringvirkningene ble langt større enn de fleste hadde trodd. Lavere etterspørsel i verdensøkonomien bidro til kraftig fall i råvareprisene, som igjen viste seg å få store konsekvenser for råvarebaserte økonomier som Norge, Canada, New Zealand og Australia. For alle disse landene ble bytteforholdet svekket og valutakursene falt.

Krisen i Asia førte dessuten til at investorer ble mer forsiktige og trakk investeringene ut fra øvrige land som var forbundet med risiko. Etter at det i august ble klart at Russland i praksis ikke kom til å betjene utenlandsgjelden sin, falt markedssaktørenes vilje til å ta risiko dramatisk. Uroen spredde seg da også til de europeiske finansmarkedene og til Norge. Investorene flyttet midlene sine til Tyskland, USA og Sveits, og valutaene i land med mindre likvide og mer volatile finansmarkeder ble svekket. Dette gjaldt blant annet Norge og Sverige. Den norske kronen svekket seg kraftig fra et nivå rundt 101 mot ecu-indeksen ved inngangen av året til 115 i oktober, det svakeste nivået siden målet om å stabilisere kronen mot ecu ble innført.

Pengepolitikken i 1998

Norges Bank svarte på den kraftige kronesvekkelsen ved å heve signalrentene flere ganger gjennom 1998. Rentene ble første gangen hevet i mars etter at kronekursen hadde svekket seg fra 101 til om lag 103,5 mot ecu-indeksen i løpet av årets tre første måneder.

Kronekursen styrket seg deretter noe og stabiliserte seg i en periode. Presset mot kronen tiltok utover sommeren. Norges Bank svarte med å heve rentene ytterligere seks ganger. Etter den siste renteøkningen 25. august var folioinnskuddsrenten og D-lånsrenten henholdsvis 8 og 10 prosent, eller 4,5 prosentpoeng høyere enn ved inngangen av 1998.

Det er vanskelig å forutsi den direkte kortsiktige effekten av renteendringer på valutakursen. Særs vanskelig blir det i tilfeller der svingningene i valutakursen forsterkes som følge av spekulasjon, kurssikring og porteføljeskift i finansmarkedene.

Valutakursforskriften

Norges Banks virkemiddelbruk gjennom 1998 var i tråd med valutakursforskriften av 6. mai 1994.

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

§2. Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi mot europeiske valutaer, med utgangspunkt i kursleiet etter at kronen begynte å flyte den 10. desember 1992. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervensere i valutamarkedet."

Disse retningslinjene ble lagt til grunn da Norges Bank den 25. august hevet folioinnskuddsrenten og D-lånsrenten med 1 prosentpoeng. Banken uttalte da at virkemidlene fra da av var innrettet "med sikte på at kursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet". Situasjonen i finansmarkedet var – etter Norges Banks syn – slik at det ville være lite hensiktsmessig å forsterke virkemiddelbruken ytterligere. Det betydelig presset mot slutten av oktober skyldtes i liten grad fundamentale forhold i Norge.

Intervensjoner

Intervensjoner i valutamarkedet er et ledd i penge- og valutapolitikken. Norges Bank støttet kronekursen for tilsvarende 29 milliarder kroner i perioden fra midten av oktober og fram til midten av desember. Uroen i de internasjonale finansmarkedene etter finanskrisen i Russland ga opphav til økt spekulasjon mot kronen. Etter bankens vurdering var denne spekulasjonen ikke begrunnet i fundamentale forhold i norsk økonomi. Det var da nødvendig å understøtte kronen gjennom intervensjoner for å hindre en selvforsterkende og unødvendig svekkelse av kronen.

Norges Bank vil fortsatt vurdere å bruke intervensjoner dersom markedsforholdene skulle tilsi det. For eksempel dersom internasjonal uro fører til panikkartede reaksjoner i markedene, kan det være behov for å stabilisere markedet gjennom direkte inngrep fra sentralbankens side.

Sett i et noe lengre tidsperspektiv, har vi nokså blandede erfaringer med omfattende og vedvarende intervensjoner. Dersom sentralbanken er tungt inne med støttekjøp, har det lett

for å oppstå en spillsituasjon der markedsaktørene oppfatter sentralbankens intervensjoner som en interessant profittmulighet. Markedsaktørene vet at en situasjon der kronekursen oppfattes som "kunstig høy" fordi Norges Bank kjøper opp kroner, ikke kan vedvare. Det er da fristende å ta posisjoner i valutamarkedet mot sentralbanken. Dette innebærer at omfattende og vedvarende intervensjoner over tid kan bli selvforsterkende, slik at volumet av støttekjøp som er nødvendig for å opprettholde kursen, stadig øker.

Det sterkeste eksemplet på en slik spillsituasjon i norsk valutapolitisk historie var fredag 20 november 1992 da vi fra markedet åpnet til det stengte støttekjøpte for 37 milliarder kroner.

Norges Bank ønsker ikke å intervensjonere på en måte som kan fremkalle slike spillsituasjoner. Banken vil derimot kunne bruke intervensjoner dersom kursen kommer vesentlig utenfor det vi vurderer som fornuftig ut fra fundamentale forhold eller ved stor kortsiktig volatilitet. Det kan også være aktuelt å forsterke en ønsket kursutvikling som allerede er etablert i markedet. I slike situasjoner må vi anta at risikoen blir liten for å havne i et spill mot aktørene i valutamarkedet. Men vi må ta hensyn til at kursen på kroner ikke i lengden kan avvike vesentlig fra det de fundamentale forholdene i økonomien tilsier.

Norges Banks virkemiddel for å påvirke de fundamentale forholdene, er renten. Over tid er derfor rentenivået det viktigste virkemiddelet i penge- og valutapolitikken. Dette er da også erkjent i utformingen av retningslinjene for pengepolitikken. I Nasjonalbudsjettet for 1999 heter det (sitat): "Rentenivået må tilpasses slik at en unngår vedvarende og omfattende intervensjoner." (Sitat slutt)

Utformingen av pengepolitikken

Norges Bank har satt ned rentene overfor bankene med 0,5 prosentpoeng med virkning fra i dag. Bakgrunnen for beslutningen er utviklingen i penge- og valutamarkedene og utsiktene til avdemping av presset i realøkonomien.

Utsiktene for norsk økonomi har endret seg siden Norges Bank satte opp rentene i august. Anslagene for veksten internasjonalt har avtatt og vedvarende lav oljepris bidrar til lavere etterspørsel i oljesektoren. Også et stramt statsbudsjett for 1999 og det høye rentenivået bidrar til å dempe vekstutsiktene. Samtidig har kronen styrket seg den siste tiden. Samlet vil dette legge grunnlag for lavere pris- og kostnadsvekst i årene fremover, slik Norges Bank anslo i Inflasjonsrapporten i desember i fjor. Utviklingen de siste ukene har bekreftet dette bildet. Det er derfor grunnlag for en viss nedgang i renten.

Valutakursforskriften sier at "...ved vesentlige endringer (i valutakursen) skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsløyet." Retningslinjene gir et betydelig rom for skjønn i utøvelsen av pengepolitikken. Det skjønnet er det Norges Banks oppgave å utøve.

Renten er fastsatt med sikte på at kronekursen etter hvert bringes tilbake til utgangsløyet. Selv etter denne rentenedgangen har vi en betydelig rentedifferanse mot europeiske land.

For å ha en stabil valutakurs mot euro, må vi over tid ha en pris- og kostnadsvekst som er på linje med euro-landene. Når kronekursen er svak, setter Norges Bank derfor renten slik at den bidrar til lav prisvekst. Samtidig må vi unngå at renten settes så høyt at pengepolitikken bidrar til nedgangstider av en art som kan svekke tilliten til kronen. Renten er satt ut fra en avveining mellom disse hensynene.

Dette er ikke en ny politikk. I et foredrag han ga på generalforsamlingen til FOREX Norge i august i fjor sa Kjell Storvik;

"Jeg minner om det velkjente faktum at en lavere kronekurs vil kunne bidra til å forsterke inflasjonsforventningene og at slike forventninger i sin tur vil kunne bidra til forventninger om en svekkelse i valutakursen og i seg selv forsterke depresieringstendensene. Prisforventningene vil da kunne bli selvoppfyllende. Det rentenivå som nå er etablert bør i tillegg til direkte å bidra til å stabilisere kronekursen også begrense prisforventningene..."

Jeg vil også trekke frem følgende fra Revidert Nasjonalbudsjett 1994:

"Stabil valutakurs kan bidra til forventninger om fortsatt lav inflasjon, som igjen har betydning for både pris- og lønnsfastsettingen. Moderat pris- og kostnadsvekst vil samtidig være en forutsetning for en stabil valutakursutvikling over tid."

Det er en forutsetning for å kunne gjennomføre pengepolitikken at utformingen av finanspolitikken generelt bidrar til en stabil økonomisk utvikling. Finanspolitikken påvirker det samlede aktivitetsnivået innenlands, og gjennom dette også pris- og kostnadsveksten for norskproduserte varer og tjenester. En ekspansiv finanspolitikk i en situasjon med stor økonomisk aktivitet vil trekke i retning av økende pris- og kostnadsvekst. Dette vil i neste omgang påvirke forventningene i valutamarkedet om den fremtidige valutakursutviklingen, i retning av å svekke kronekursen og dermed vanskeliggjøre gjennomføringen av pengepolitikken. En finanspolitikk som er tilpasset situasjonen i økonomien vil derimot bidra til å lette gjennomføringen av pengepolitikken.

I den situasjonen norsk økonomi er, bør presset i økonomien dempes. Innstrammingen i statsbudsjettet for 1999 på $\frac{3}{4}$ prosent av BNP vil bidra til å dempe pris- og kostnadsveksten og lette presset på pengepolitikken.

Avslutning

Vi står foran en periode der norsk økonomi tar seg en vekstpause. Gitt det presset som har bygget seg opp i økonomien, og spesielt i arbeidsmarkedet, vil imidlertid en slik korreksjon tvinge seg frem som et resultat av produksjonsbegrensninger. Det ser likevel langt lysere ut enn det gjorde etter oljeprisfallet og lønnsoppgjøret i 1986. Norsk økonomi – med husholdninger og næringsliv – er nå bedre rustet til å tåle et konjunkturomslag. Noen år med vekstpause vil også ha en gunstig effekt på pris- og kostnadsveksten i Norge, og dermed på den mer langsiktige vekstevnen i økonomien. Norges Banks anslag tyder på at pris- og kostnadsveksten vil kunne reduseres ned til handelspartnernes nivå etter tusenårsskiftet. Lavere innenlandsk etterspørsel vil også bidra til å dempe den sterke importveksten vi har hatt de seneste årene, og vi får en bedring i utenriksøkonomien.

Som nevnt er det utfordrende å lage prognoser ved et konjunkturomslag. Det er ikke lett å forutsi akkurat *når* vi kommer til å merke omslaget. Det vil bli vanskelig å komme utenom en viss omstilling via et slakkere arbeidsmarked. Selv om det allerede er tegn til en viss avdemping i arbeidsmarkedet, må vi ikke glemme at dette markedet fortsatt er meget stramt. Et moderat lønnsoppgjør denne våren – ved at partene tar hensyn til den fremtidige utviklingen – vil kunne bidra sterkt til å holde sysselsettingen oppe.

Virkemidlene i pengepolitikken er innrettet med sikte på at kronekursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Retningslinjene gir et betydelig rom for skjønn i utøvelsen av pengepolitikken. Det skjønnnet er det Norges Banks oppgave å utøve. For å ha en stabil valutakurs mot euro, må vi over tid ha en pris- og kostnadsvekst som er på linje med euro-landene. Når kronekursen er svak, setter Norges Bank derfor renten slik at den bidrar til lav prisvekst. Samtidig må vi unngå at renten settes så høyt at pengepolitikken bidrar til nedgangstider av en art som kan svekke tilliten til kronen. Renten er satt ut fra en avveining mellom disse hensynene.