

# Utsiktene for norsk økonomi

Visesentralbanksjef Jarle Berge. Seminar arrangert av Unibank Markets/Radisson-SAS Plaza 24. september 1997.

Arrangøren har bedt meg gi "en vurdering av norsk økonomi med særlig vekt på risikoen for overoppheting, flaskehals og muligheten for stigende inflasjon". Som vanlig er det altså ikke min oppgave her i dag å spre lettelse og optimisme i forsamlingen.

Når vi ser på den situasjonen norsk økonomi er i dag, ser det jo ikke ut til å være basis for svartsyn. Vi har vært gjennom fem år med høy vekst, uten at prisstigningen og kostnadsveksten foreløpig har vist tegn til å ta av. Samtidig har Norge store overskudd i utenriksøkonomien og i statsfinansene.

Statsråd Gudmund Hernes skrev i sin forrige karriere om de mer bisarre lovmessigheter i vår tilværelse: "Hvorfor alt går galt(1) . Utgangspunktet for boken er den velkjente "Murphy's lov: Alt som kan gå galt, går galt, og på det verst tenkelige tidspunkt". Noen vil si at Murphy var en optimist; også det som ikke kan gå galt, går galt, og på det verst tenkelige tidspunkt. I tråd med den oppgave arrangøren har gitt meg, vil jeg forsøke å anskueliggjøre hvordan disse lovene muligens kan anvendes på norsk økonomi.

## Om alt som kan gå galt ...

Det er kraftig vekst i økonomien. BNP-veksten i Fastlands-Norge er fortsatt høy, og det er sterk vekst i sysselsettingen, særlig innen offentlig tjenesteyting. Det ser ut til at 1997 igjen blir et år der vi på forhånd undervurderte veksten i sysselsettingen, og i noen grad også etterspørselen. Ved siden av rentedrevet etterspørsel, er det særlig høy vekst i oljeinvesteringene og i kommunene.

Til tross for dette, har vi foreløpig ikke sett tegn til at pris- og lønnsveksten tar av. I vår inflasjonsrapport i juni anslo vi prisstigningen til 2½ prosent i år og 2 prosent neste år. Mye av nedgangen i prisstigningen skyldes utviklingen i strømprisene hittil i år. Den "underliggende" prisstigningen er tross alt økende. Ut fra disse tallene ser det imidlertid ikke ut til at det foreløpig er noen grunn til å slå alarm.

Anslagene i inflasjonsrapporten bygger imidlertid på en del vesentlige forutsetninger som ikke nødvendigvis vil holde stikk. Det gjelder blant annet utformingen av den økonomiske politikken ikke minst finanspolitikken. I de tidligere episodene med overoppheting som vi har hatt, har det dessuten gjerne vært slik at inflasjonen er det siste som tar av, og først når alt annet har gått ordentlig galt. Til gjengjeld er inflasjonen vanskelig å få ned igjen, og det har til dels krevet store ofre, når den først har kommet opp på et høyt nivå.

Det er nok av ting som kan gå galt i løpet av det nærmeste året. Eller sagt på en annen måte: vi ser flere risikomomenter nå enn det vi så for et år siden, og jo lenger tid det går med høye vekstrater, desto mer sannsynlig blir det at ett eller flere av disse slår inn i økonomien.

Den mest åpenbare risikoen ligger i utviklingen på arbeidsmarkedet. Vi vet fra andre land at en periode med høy ledighet gjerne fører til at det kan bli vanskelig å få arbeidsledigheten ned igjen til det den var tidligere. I løpet av det siste året har vi hatt en forholdsvis dramatisk økning i antallet ledige stillinger rapportert inn til arbeidskontorene. I likhet med flere andre indikatorer, tyder dette på at flere og flere bedrifter nå ikke får tak i den arbeidskraften de trenger i markedet - til tross for at ledigheten fortsatt er relativt høy i historisk målestokk. Dette kan tyde på at stramheten i arbeidsmarkedet nå øker, og at det kan bli fristende for bedrifter og arbeidstakere å by opp lønningene.

Solidaritetsalternativet har vært vellykket, og trolig bidratt til at ledigheten har kunnet falle så mye som den har, uten at lønnsveksten har økt noe særlig. Men det er trolig begrenset hvor lenge en slik politikk kan ha full effekt når etterspørselsveksten driver økonomien mot eller endog over kapasitetsgrensen. Blir ubalansene store, må vi regne med at markedskreftene før eller senere vil ta over. Sysselsettingen er allerede på en "all-time high" og kan vanskelig tenkes å fortsette å øke med dagens veksttakt særlig lenge.

Med den situasjonen vi nå har i arbeidsmarkedet, blir det ganske vesentlig å søke å holde igjen veksten i etterspørselen innenlands, slik at vi blir i stand til å produsere det som etterspørres uten at prisstigningen tiltar. På etterspørselssiden i økonomien ser jeg to store risikomomenter for øyeblikket. Det er finanspolitikken og utviklingen i husholdningenes kreditt.

Pengepolitikken er innrettet mot stabil kronekurs. Det betyr at renten må tilpasses forholdene i valutamarkedet. Finanspolitikken skal både sikre stabil økonomisk utvikling, forsvarlig langsiktig utvikling i statsfinansene (bl.a. knyttet til Folketrygdens økonomi) og en hensiktsmessig og effektiv ressursbruk i offentlig forvaltning, i forhold til de oppgaver den offentlige sektor er satt til å løse.

I det systemet vi har, er det altså i all hovedsak finanspolitikken oppgave å regulere aktivitetsnivået innenlands. Jeg vil understreke at dette følger av politiske beslutninger knyttet til ansvarsdelingen i den økonomiske politikken. Det har det siste året vært en viss debatt i fagmiljøet og i media om hva som er den mest hensiktsmessige ansvarsdelingen mellom elementene i den økonomiske politikken, gitt den situasjon Norge nå er i. Jeg skal ikke ta opp denne diskusjonen her, men ta utgangspunkt i det regime vi har og drøfte de muligheter og utfordringer dette stiller oss overfor. La meg bare si at et endret pengepolitisk regime, f.eks. i retning av et inflasjonsmål ikke er noe sesam-sesam som ubesværet løser våre avveinings- og prioriteringsproblemer. Det vil uansett være behov for en stram finanspolitikk som hjørnesten i det økonomiske opplegget.

Finanspolitikken har da også de siste årene bidratt til en betydelig innstramming i etterspørselen innenlands - etter figuren å dømme en innstramming på vel 5 prosent av BNP for Fastlands-Norge gjennom de siste 4 årene. Jeg vil imidlertid knytte noen kommentarer til dette.

For det første kan det være verd å merke seg at den finanspolitiske innstrammingen har avtatt de senere årene, samtidig som situasjonen i økonomien isolert sett heller skulle tilsi at behovet for innstramming tiltok. De som skal ha ordet i debatten senere, har utvilsomt bedre forutsetninger enn meg til å forklare hvorfor det har vært slik. La meg likevel si at det

ser ut som om ulike kostnader knyttet til slike innstramminger - blant annet det dette medfører for utviklingen av det offentlige tjenestetilbudet - gjør politikernes oppgave vanskeligere ettersom tiden går. Det kan jo også hende at de store overskuddene som nå avleirer seg i petroleumsfondet ikke akkurat bidrar til å gjøre denne oppgaven lettere. For ytterligere å gjøre oppgaven mer krevende, vil jeg også minne om at det ikke er likegyldig hvordan en gitt finanspolitisk innstramming oppnås. Vi vet at det er til dels store realøkonomiske kostnader ved et høyt skatte- og avgiftsnivå, og skattenivået i Norge er allerede høyt sammenliknet med andre land. Finanspolitiske innstramminger bør derfor i størst mulig grad foretas gjennom lavere vekst i offentlige utgifter.

Samtidig som det har vært foretatt relativt betydelige innstramminger i finanspolitikken, er pengepolitikken blitt lettet betydelig, særlig ved inngangen til oppgangskonjunktoren i 1993, men også senere, blant annet i løpet av det siste året.

Sentralbanksjefen kom blant annet i sin årstale til representantskapet i februar i år inn på hvordan pengepolitikken i de senere årene ser ut til å virke pro-syklisk. Det vil si: Det ser ut til at pengepolitikken i Norge, under retningslinjene om stabil valutakurs, gjennomgående vil medvirke til å forsterke konjunktorene. Dette er en kostnad ved systemet som må veies opp mot de fordeler systemet innebærer, blant annet knyttet til lønnsdannelsen og en klar ansvarsdeling i den økonomiske politikken - i tillegg til de fordeler en stabil valutakurs i seg selv innebærer for blant annet konkurranseutsatt næringsliv.

De fundamentale forholdene i økonomien synes å gi markedsaktørene sterk tillit til kronekursen - vi har blant annet høy aktivitetsvekst kombinert med store overskudd i utenriksøkonomien og fortsatt relativt lav prisstigning. Dette innebærer at renten må være lav for å unngå en appresiering av kronen.

Lave renter stimulerer til høyere etterspørsel enn høye renter, men hvor sterkt endringer i renten påvirker den økonomiske utviklingen er usikkert. At renteendringene i løpet av 1990-årene har påvirket konjunktursituasjonen i norsk økonomi, er imidlertid uomtvistelig. Dette kan illustreres av sammenhengen mellom utviklingen i boligprisene og realrenten. Vi har i Norges Bank ved hjelp av vår makroøkonomiske modell RIMINI foretatt beregninger som kan illustrere virkningen av rentenedgang. Med alle de forbehold som alltid vil måtte tas ved slike modellberegninger indikerer modellen at godt over halvparten av boligprisveksten, og 20 til 50 prosent av veksten i innenlandsk etterspørsel og produksjon siden 1992, skyldes nedgangen i rentenivået.

Vi har i dag et svært lavt realrentenivå, og det er grunn til å tro at virkningene av en gitt renteendring på formuespriser og realøkonomiske størrelser er enda sterkere nå enn i en situasjon med et høyere rentenivå.

I forlengelsen av dette bildet kan det være grunn til å understreke de risiki som ligger i samspillet mellom finans- og pengepolitikken. I dagens situasjon er det som nevnt påkrevet å stramme inn den økonomiske politikken for å unngå en overoppheting av økonomien. En finanspolitisk innstramming vil imidlertid også føre til at overskuddene i statsfinansene og utenriksøkonomien øker ytterligere. En skal ikke se bort fra at dette kan påvirke forventningene i finansmarkedene i retning av økt tro på en appresiering, slik at Norges Bank må senke rentene ytterligere ut fra hensynet til stabilitet i kronekursen. Virkningene av den

finanspolitiske innstrammingen vil i så fall bli delvis motvirket av lettelsen i pengepolitikken. Også andre forhold, for eksempel endringer i internasjonal økonomi eller i oljeprisen, kan tenkes å gi opphav til slike "monetære sjokk".

Det er ikke vanskelig å forestille seg at sluttvirkningen av dette kan bli at den økonomiske politikken, inklusive pengepolitikken, samlet sett blir mindre stram enn det som ville være ønskelig ut fra en stabiliseringspolitisk synsvinkel. Følgen kan være at etterspørselen fortsetter å vokse også etter at produksjonssiden ikke kan tilby mer varer og tjenester, med den følge at lønninger og priser begynner å stige for å balansere det hele. Det er ikke realistisk å tro at vi skal kunne dekke etterspørselsveksten ved utelukkende å kjøpe varer og tjenester fra utlandet og på den måten slippe unna pris- og kostnadseffektene av etterspørselsveksten. En viss andel av veksten må uansett dekkes ved innenlandsk produksjon, og erfaringene har vist oss at også prisveksten på importerte varer og tjenester tar seg opp når temperaturen i økonomien blir høy nok.

Foreløpig ser det ut til at utviklingen i de monetære aggregatene er under kontroll - det vil si: det er foreløpig ikke en ukontrollert vekst i etterspørselen generert av lave renter og høy kreditt-tilgang. Kredittveksten til husholdningene har til nå hatt sitt motstykke i fordringsoppbygging i form av forsikringskrav, bankinnskudd og kjøp av verdipapirer, og husholdningene er i dag i en langt sunnere finansiell stilling enn tidligere på 1980 og 1990-tallet. Men det er også et paradoks at den solide finansielle stillingen til husholdningene kan innebære at vi har et slags monetært overheng, som plutselig kan utløses, med sterk forbruksvekst og tiltakende pris- og kostnadsvekst som resultat.

Allerede nå er veksten i pengemengden og kreditten høyere enn veksten i nominelt BNP. Det innebærer at det nå tilføres mer penger - i form av blant annet kreditt til husholdningene - enn det den underliggende veksten i økonomien skulle tilsi. Den pengerikeligheten som vi ser tegn til i monetære indikatorer kan i første omgang finne vei til kapitalmarkedene, og slå ut i økte boligpriser og aksjekurser. I neste omgang, og særlig dersom kreditt- og pengemengdeveksten fortsetter å øke, vil en slik pengerikelighet nærmest uunngåelig føre til at prisstigningen før eller senere tiltar.

Alt i alt indikerer dette at vi nå ikke må få ytterligere monetære sjokk inn i økonomien, dersom vi skal unngå en økning i pris- og lønnsveksten. Samtidig må jeg si at det ikke virker helt usannsynlig at vi kan få slike monetære sjokk også i tiden fremover.

### **... går galt, ...**

I vår siste inflasjonsrapport forsøkte vi å illustrere hvordan en eventuell overoppheting av økonomien kunne tenkes å slå ut neste år. Vi så på virkningene av to forhold. For det første: en situasjon der arbeidsmarkedet ble så stramt at det ikke lenger var mulig å holde igjen på lønnsveksten, med den følge at lønningene i løpet av de neste par årene vendte tilbake til det nivået de historiske erfaringene fra 1980-årene skulle tilsi. For det andre: en situasjon der husholdningene sparing ble påvirket av det lave rentenivået på linje med det vi så i 1980-årene (vi la til grunn en noe mer forsiktig holdning hos husholdningene).

Virkningene av slike tilpasninger ville for alvor melde seg først etter noen år, blant annet ved at dette vil kunne generere sterke svingninger i økonomien som tvinger fram en tilstramning i den økonomiske politikken. Vi har ikke vurdert de langsiktige virkningene, og heller ikke virkningene av at flere ting eventuelt går galt samtidig, men kun sett på effektene ett år fram i tid isolert (hver for seg). Selv en så vidt begrenset øvelse viser imidlertid at det er et betydelig oppside-potensiale, både for utviklingen i lønnsveksten (og dermed selvsagt også prisstigningen og konkurranseevnen) og for veksten i det private forbruket. Det er vel grunn til å anta at en utvikling på linje med det vi ser i alternativene i figuren, relativt raskt kunne føre til alvorlige ubalanser i økonomien, gitt den situasjonen vi har i utgangspunktet.

## **... på det verst tenkelige tidspunkt**

Jeg har til nå snakket litt om hva som kan gå galt, og litt om hva som kan skje hvis det går galt. For å fullføre analysen av Murphy's lovmessigheter, gjenstår da ett punkt - nemlig hvordan dette vil kunne skje på det verst tenkelige tidspunkt.

Det er generelt alltid vanskelig å forutsi *når* vendepunkter eller markerte endringer i vekstbanene inntreffer. Det skyldes dels at slike vendepunkter har å gjøre med endringer i forventningene hos husholdninger og bedrifter - og slike forventninger er notorisk vanskelige å forutsi. Dels vil slike vendepunkter ofte inntreffe på grunn av ett eller annet sjokk - som jo per definisjon ikke kan forutses.

Skal vi ta Murphy's lov på alvor, ville det verst tenkelige tidspunkt for et etterspørselsstimulerende sjokk være det øyeblikk der økonomien er tilpasset slik at produksjonskapasiteten allerede er utnyttet og en ytterligere økning i etterspørselen ikke kan tilfredstilles gjennom økt produksjon.

For de av oss som har lett for å bli bekymret, er det dessverre slik at den situasjonen jeg nettopp beskrev minner atskillig om den situasjonen norsk økonomi faktisk er i for øyeblikket. Vi er med andre ord ikke så veldig langt unna det verst tenkelige øyeblikk for et sjokk som stimulerer veksten i etterspørsel eller priser ytterligere. Som jeg har vært inne på, er det heller ikke vanskelig å få øye på noen kandidater til et slikt sjokk.

Dette kan være noe av bakgrunnen for at Norges Bank nok kunne tenke seg litt større "sikkerhetsmarginer" i det økonomiske opplegget som snart skal legges fram for det nye Stortinget. Jeg vil også antyde at en i dette opplegget burde ta tilbørlig hensyn til virkningen av en pro-syklisk pengepolitikk og muligheten for ytterligere monetære sjokk generert av situasjonen i valutamarkedet.

## **om det som ikke kan gå galt....**

Jeg har til nå konsentrert meg om det som kan gå galt. Men hva om også det som ikke kan gå galt, likevel går galt? Vi kan ikke utelukke at det oppstår en plutselig mistillit i valutamarkedene, at norske bedrifter plutselig øker sine prismarginer drastisk, at det bryter ut omfattende streiker, eller at arbeidstilbudet reduseres betydelig som følge av reformer i arbeidsmarkedet. Også slike sjokk vil kunne fremkalle ubalanser og vendepunkter med

betydelige realøkonomiske kostnader dersom vi i utgangspunktet har dårlig med sikkerhetsmarginer å spille på.

Det verst tenkelige tidspunkt for denne type negative sjokk vil trolig være når gjeldsgraden og formuesprisene er kommet opp på et meget høyt nivå. Igjen er vi kanskje på vei mot et slikt tidspunkt, selv om vi ikke er i 86-situasjonen ennå.

Jeg har i dette innlegget - slik jeg ble bedt om - forsøkt å gi en vurdering av norsk økonomi, med særlig vekt på risikomomenter. Det er kanskje grunn til å understreke at det nettopp er risikomomenter jeg har snakket om, og at det selvsagt ikke behøver å gå så ille. Vi kan være heldige og unngå ubehagelige sjokk.

Men risikobildet bør likevel utløse visse handlinger. De fleste hus brenner ikke, i alle fall ikke hvert år. Likevel er det få som ikke ser verdien i å betale litt for å gardere seg økonomisk for det tilfellet at noe skulle hende. Overført på norsk økonomi kan vi vel si at vi har vært gjennom en lang tørkeperiode hvor skogen rundt Det norske hus er knusktørr og lett kan ta fyr. Når det i tillegg er slik at det slett ikke er sikkert at en viss nedkjøling av økonomien har noen kostnad i det hele tatt i form av lavere vekst enn den vi potensielt kunne hatt, så burde vårt valg være rimelig enkelt:

La oss tegne forsikringen og ikke leke med fyrstikkene.