

# Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 6. februar 1997

## Bakgrunn

Det vil formodentlig være klare forventninger om at jeg denne gangen i første rekke skal behandle de særlige utfordringer vi står overfor i penge- og valutapolitikken.

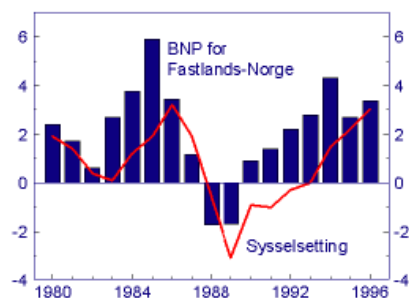
Jeg vil innlede mine betraktninger over dette temaet med en velkjent anekdote som kanskje kan være med på å belyse situasjonen sett fra sentralbankens side. Historien forteller at mens de mest intense forhandlingene rundt unionsoppløsningen pågikk, sendte Bjørnstjerne Bjørnson et telegram til statsminister Christian Michelsen som lød: «Nu gjelder det at holde sammen!». Michelsen - som selvsagt var personlig involvert i forhandlingene med svenskene og dessuten hadde inngående kjennskap til Bjørnsons noe kraftfulle temperament - telegraferte etter sigende tilbake følgende svar: «Nu gjelder det at holde kjæft!».

Historien tier om hva vår store forfatter foretok seg i sakens anledning, men sentralbanken har i hvert fall i den senere tid med velberådd hu lagt daværende statsminister Michelsens oppfordring til grunn.

Omstendighetene i valutamarkedet kunne kanskje tilsi at jeg også i dag burde fulgt dette gode råd - og holdt foredrag over et annet tema enn penge- og valutapolitikk. Det ville imidlertid i seg selv trolig vakt en viss oppsikt. Jeg håper at jeg her i kveld kan bidra til å skape forståelse for situasjonen i pengepolitikken slik den fremstår for Norges Bank. Samtidig vil jeg søke å belyse det avhengighetsforhold som hersker mellom pengepolitikken og de øvrige områdene av den økonomiske politikken.

De begivenhetene vi har vært vitne til i penge- og valutamarkedene, skjer på bakgrunn av en meget gunstig utvikling i norsk økonomi de senere år - faktisk så gunstig at vi nærmer oss en situasjon der økonomien opererer på kapasitetsgrensen med fare for tiltakende pris- og kostnadsvekst. Fra 1993 til

Figur 1.  
BNP for Fastlands-Norge og sysselsetting  
Årlig prosentvis vekst



Kilde: SSB og Norges Bank

1996 vokste fastlandsøkonomien med over 10 prosent, og det er i dag rundt regnet 150 000 flere sysselsatte enn for tre år siden. Veksten i sysselsettingen i denne treårsperioden har vært like sterk som under høykonjunkturen midt på 1980-tallet. Det er også store overskudd på driftsbalansen med utlandet og på statsbudsjettet.

I de senere årene har den økonomiske politikken i Norge vært bygget opp rundt tre hovedpilarer: Finanspolitikken er innrettet mot langsiktig balanse i statsfinansene, og den er tilagt hovedansvaret for å stabilisere veksten i økonomien. Penge- og valutapolitikken rettes inn mot å stabilisere kronkursen, og bidrar dermed til å gi en forankring for inntektsoppgjørene og for den innenlandske prisstigningen. Det inntektspolitiske samarbeidet, som ble konkretisert i det såkalte Solidaritetsalternativet, skal sikre næringslivets kostnadsmessige konkurransevne gjennom en moderat lønnsvekst.

Utviklingen hittil i 1990-årene skulle tyde på at denne fordelingen av ansvar har vært vellykket. Gjennom fjoråret kom imidlertid de første signaler om nye ubalanser i den økonomiske utviklingen. Det var tegn til mangel på arbeidskraft i deler av arbeidsmarkedet, til tross for at arbeidsledigheten samlet sett fortsatt var høy etter norsk målestokk. I enkelte regioner og sektorer i økonomien var produksjonen kommet svært nær full kapasitetsutnyttning. Det var dessuten sterk vekst i prisene på formuesobjekter som boliger og aksjer.

I løpet av 1996 økte også påkjenningene på alle de tre hovedelementene i den økonomiske politikken. Lønnsveksten ble høyere enn tidligere, og en kraftig reallønnsvekst bidro til ytterligere økning i det private forbruket. Det viste seg også vanskeligere enn tidligere å få tilslutning til et finanspolitisk opplegg som var tilstrekkelig stramt, konjunktursituasjonen tatt i betraktning. Selv om det endelige budsjettet kom i havn omtrent slik som forutsett i det opprinnelige budsjettfremlegget, er det vel ingen stor hemmelighet at Norges Bank gjerne hadde sett et enda strammere opplegg, med klarere «sikkerhetsmarginer» i forhold til utviklingen i etterspørselen innenlands.

Utover høsten og vinteren ble kronkursen utsatt for et vedvarende og stadig sterkere press, med klare underliggende forventninger om en styrkelse av kronkursen. Til tross for at Norges Bank satte ned renten flere ganger for å stabilisere utviklingen og intervenerte i valutamarkedet for betydelige beløp, styrket kronen seg, og vi fant det til sist nødvendig i en periode å avstå fra ytterligere omfattende intervensjoner - for øvrig i samsvar med de retningslinjer som er nedfelt i valutakursforskriften.

En skal kanskje ikke undre seg for mye over denne utviklingen. Norge har opparbeidet store driftsoverskudd overfor utlandet. Selv om en del av dette overskuddet motsvares av en kapitalutgang via petroleumsfondet, tas også deler av overskuddet hjem og veksles om til kroner. Blant annet har både eksportindustrien og oljeselskapene krone-utbetalinger som må dekkes av opptjeningen i utenlandsk valuta. Med betydeli-

ge overskudd i utenriksøkonomien kan det dermed fra tid til annen oppstå stor etterspørsel etter kroner. I en slik situasjon skal det heller ikke så mye til før både norske bedrifter og andre aktører i valutamarkedet forserer omvekslingen for å sikre seg mot valutarisiko.

De store overskuddene i både utenriksøkonomien og statsbudsjettet er dessuten, sammen med en gunstig utvikling i produksjon og sysselsetting, faktorer som tradisjonelt signaliserer økende velstand. For aktørene i markedet kan det være naturlig å anta at en slik økt velstand vil slå ut i en sterkere krone.

Dette betyr på ingen måte at utviklingen i penge- og valutamarkedene er uproblematisk. Styrkelsen av kronen vil i utgangspunktet ha konsekvenser for næringslivets konkurranseevne. En annen og litt mer indirekte virkning er at den innenlandske etterspørselen øker, fordi Norges Bank er nødt til å holde en meget lav rente ut fra hensynet til kronkursen. Det er en risiko for at en lav rente i verste fall kan lede oss inn i en uholdbar vekst i etterspørselen rettet mot skjermet produksjon. Samtidig kan en høy kronkurs medføre dårligere lønnsomhet i den delen av næringslivet som er utsatt for internasjonal konkurranse.

Vi står med andre ord overfor to viktige utfordringer: For det første; å unngå en vesentlig og langvarig svekkelse av næringslivets konkurranseevne. For det andre; å unngå en overoppheting av økonomien med en påfølgende markert konjunkturedgang. Dette siste kan Norges Bank gjøre lite med så lenge virkemidlene i pengepolitikken rettes inn mot å stabilisere kronkursen. Det betyr at andre virkemidler - først og fremst finanspolitikken - må innrettes med sikte på å dempe veksten i etterspørselen innenlands.

Samspeillet mellom pengepolitikken og finanspolitikken har vært et sentralt tema for meg ved flere anledninger, og vil være det også i kveld. Jeg vil søke å belyse

- hvilke faktorer som påvirker utviklingen i konkurranseevnen
- om pengepolitikken kan bidra til å forklare konjunkturbevegelsene,

og til slutt

- hvordan innretningen av finans- og pengepolitikken samlet sett virker på den økonomiske utviklingen.

Før jeg kommer tilbake til dette, vil jeg imidlertid kommentere utviklingen i valutamarkedet noe nærmere.

## **Innretningen av pengepolitikken**

Gjennom de tre siste månedene i fjor og fram til og med 9. januar solgte Norges Bank til sammen over 75 milliarder kroner mot utenlandsk valuta. Renten ble i samme periode satt

ned to ganger med til sammen 1 prosentpoeng for å redusere lønnsomheten av kroneplasseringer.

Denne meget kraftige virkemiddelbruken kunne likevel ikke forhindre en gradvis styrking av kursen. Da presset i valutamarkedet i løpet av de første dagene av januar tiltok vesentlig, fant Norges Bank det ikke lenger forsvarlig å selge store kronebeløp for å stabilisere kursen. 10. januar ble intervensjonene i valutamarkedet stanset inntil videre. Foliorenten, som danner det effektive «rentegulvet» i det norske pengemarkedet, ble samtidig redusert med ytterligere  $\frac{1}{4}$  prosentpoeng til  $3\frac{1}{4}$  prosent. Norsk pengemarkedsrente er nå vel et halvt prosentpoeng lavere enn ECU-renten og blant de laveste i Europa.

Kronen har siden 10. januar styrket seg med knapt 3 prosent, og kronekursen lå i begynnelsen av februar i år vel 7 prosent høyere enn ett år tidligere. Kronen er nå tilbake om lag på den kursen den hadde mot ECU ved inngangen til 1990-årene.

Når vi sammenligner med andre land, må vi kunne si at den norske kronen fremtrer som en meget stabil valuta. Eksempelvis har både Sverige og Finland hatt større svingninger i valutakursen. Selv når vi sammenligner med danske kroner, som gjennom hele 1990-tallet har vært med i det europeiske valutasyttemet ERM, viser ikke kursen på vår valuta vesentlig større svingninger.

Valutakursforskriften som ble fastsatt i mai 1994, definerer Norges Banks mandat i utøvelsen av penge- og valutapolitikken. Det heter i forskriften blant annet at «ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet».

Jeg vil knytte to kommentarer til akkurat dette forholdet:

For det første er dagens situasjon altså ikke mer unik enn at en eksplisitt forutså muligheten for avvik fra kursleiet da retningslinjene for pengepolitikken ble utarbeidet. Det burde da heller ikke overraske noen at vi i en situasjon med frie kapitalbevegelser, der hele verden i utgangspunktet har adgang til markedet for norske kroner, av og til vil oppleve at kursen beveger seg noe. Det er en vesentlig forskjell mellom den gjeldende retningslinjen om en stabil valutakurs og et rendyrket fastkursregime - der sentralbanken i utgangspunktet er legalt forpliktet til å holde kursen innenfor på forhånd fastsatte og snevre svingningsmarginer.

For det andre vil jeg gjøre det klart at Norges Bank vil innrette sin virkemiddelbruk med sikte på å oppfylle målet om en stabil krone overfor europeiske valutaer. Dette er som nevnt blant annet bakgrunnen for at rentenivået i Norge ble justert ned til godt under ECU-renten i begynnelsen av januar.

Jeg vil imidlertid også understreke at ingen, heller ikke Norges Bank, kan forutsi eksakt hvordan kronekursen vil utvikle seg over en begrenset periode. Målet og retningen står klart, men vi må likevel være forberedt på at «vær og vind» vil påvirke oss under marsjen.

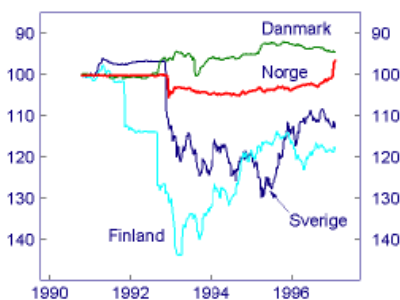
Jeg fornemmer en stemning i dagens situasjon hvor det av enkelte fremholdes at kronekursen er styrket på varig basis og

**Figur 2.**  
ECU-indeksen  
Januar 1987 – januar 1997



Kilde: Norges Bank

**Figur 3.**  
Nordiske lands valutaer mot ECU-indeksen  
22. oktober 1990 = 100.  
Uke 43 1990 – uke 5 1997



Kilde: Norges Bank

ikke vil komme tilbake til det tidligere leiet på lang tid. Jeg tror disse står i fare for å overse noen viktige momenter, som jeg gjerne vil trekke fram.

Presset på kronkursen de siste månedene kan i noen grad skyldes forhold som ikke uten videre vil vedvare. Den forholdsvis høye oljeprisen slår ut med stor tyngde på vårt overskudd på driftsbalansen overfor utlandet, og også på statsbudsjettet. Den gunstige konjunktursituasjonen kan også - kanskje særlig for aktører i utlandet - skape et inntrykk av soliditet i økonomien og statsfinansene som i hvert fall delvis er et resultat av uvanlig kraftig vekst og høy skatteinngang.

Noe av årsaken til interessen for kronen er nok dessuten å finne i forhold utenfor landets grenser, spesielt knyttet til den svake økonomiske utviklingen på kontinentet.

Ikke minst i Tyskland har det vist seg vanskelig å få til en tilfredsstillende vekst. Dette har ført til et lavt tysk rentenivå og svekkelse av D-marken mot dollar. Situasjonen i tysk økonomi og de store bevegelsene mellom dollar og mark har også ført til at D-marken har svekket seg mot andre europeiske valutaer, som for eksempel britiske pund. Det har også funnet sted en svekkelse av D-marken mot valutaer innenfor ERM-systemet. Det er altså ikke bare den norske kronen som har styrket seg mot D-mark i den senere tid.

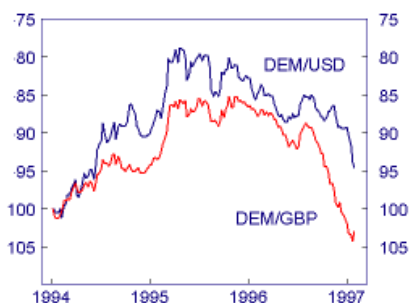
Vi kan kanskje si at kronen i noen grad er blitt offer for svingninger i de internasjonale valutamarkedene. Utviklingen i Tyskland og USA har drevet fram svingninger i kursen mellom dollar og D-mark. I neste omgang har det oppstått et press også mellom D-marken og andre valutaer i Europa.

Veksten i de andre landene på kontinentet har imidlertid heller ikke vært imponerende de siste årene. Denne utviklingen, og dessuten usikkerheten knyttet til den europeiske monetære union, kan ha drevet en del investorer ut av finansmarkedene på kontinentet og ut på leting etter alternative plasseringer. Følgen har vært at de kontinentale valutaene har hatt en tendens til å svekke seg, både mot dollar og mot andre europeiske valutaer - herunder den norske kronen.

Dette betyr at den store kapitalinngangen til Norge - og dermed også presset i retning av en sterkere krone - i noen grad kan tilskrives svakheten i de store økonomiene på kontinentet og usikkerhet om deres fremtidige valutakursutvikling. I så fall er det også mulig at en del av kapitalen vil vende tilbake til de sentrale europeiske valutaene når den økonomiske utviklingen på kontinentet normaliseres og situasjonen rundt den europeiske monetære union blir mer avklart, med de virkninger dette kan ha for kronkursen.

På den annen side innebærer dette også at kursutviklingen for norske kroner blir påvirket av internasjonale forhold som vi til dels har lite herredømme over. Vi deler denne skjebne med alle andre små land i verden, og det ville være galt å gi inntrykk av noe annet. Noen av de mest avgjørende faktorene for norsk økonomi - som for eksempel oljeprisen - blir fastsatt uten at Norge kan sies å ha særlig innflytelse over utviklingen. Andre nasjoners økonomiske situasjon påvirker vår *relative*

**Figur 4.**  
**D-mark mot dollar og pund**  
Indeks uke 1 1994 = 100.  
Uke 1 1994 – uke 5 1997



Kilde: Norges Bank

posisjon internasjonalt, og når norsk næringsliv gjør det godt mens mange andre gjør det dårlig, er det kanskje ikke så rart at noen markedsaktører kom på den tanke at vår valuta var undervurdert.

Det er ikke uvanlig at industriland med relativt stor råvarebasert eksport får et visst press mot valutaen når råvareprisene øker og bytteforholdet mot utlandet styrkes. For noen land kan dette til og med oppfattes som gunstig, fordi en slik utvikling kan motvirke at en sterk økning i lønnsomhet og inntekter i sysselsettingsintensiv råvareproduksjon leder til en overoppheting av økonomien.

Norge står i en annen stilling. Økningen i eksportinntektene av olje påvirker i liten grad lønnsomheten i næringslivet. Inntektene tilfaller i all hovedsak staten og påvirker dermed ikke umiddelbart etterspørselen i økonomien. I Norge tilsier derfor hensynet til stabile og forutsigbare rammevilkår for konkurranseutsatt næringsliv at en søker å opprettholde en relativt stabil valutakurs over tid.

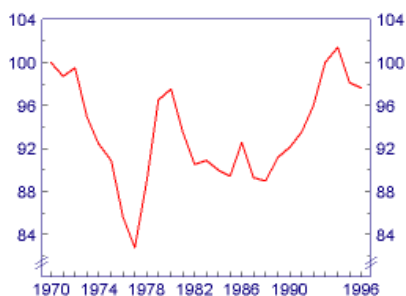
## Hvilke faktorer påvirker konkurransevnen?

Enkelte uttalelser den senere tid synes å tyde på at det er utviklingen i valutakursen som først og fremst er av betydning for næringslivets kostnadmessige konkurransevne. Konkurransevnen påvirkes imidlertid også av flere andre faktorer enn bare valutakursen. I et *langsiktig* perspektiv må stabiliteten i økonomien generelt, og opprettholdelsen av et konkurranseutsatt næringsliv spesielt, særlig ses i sammenheng med hvordan bruken av oljeinntektene påvirker økonomien.

Dette kan illustreres ved et tilbakeblikk på vår nære økonomiske historie. Etter 1970 har vi hatt to perioder med klar svekkelse av konkurransevnen. Den første fant sted på 1970-tallet, da konkurransevnen - målt ved relative lønnskostnader i felles valuta - svekket seg med nærmere 20 prosent. Forverringen av konkurransevnen i denne perioden skyldtes en kombinasjon av motkonjunkturpolitikk, vedvarende press i arbeidsmarkedet og dessuten at vi over en periode var knyttet til tyske mark - og dermed fikk en styrkelse av kronkursen i forhold til mange av våre øvrige handelspartnere. Bakgrunnen for denne utviklingen var blant annet det faktum at Norge var blitt en oljenasjon, noe som også gjorde det mulig å finansiere underskudd i statsfinansene med låneopptak i utlandet til gunstige rentevilkår.

Den andre perioden med svekkelse av konkurransevnen omfatter mesteparten av 1980-årene. Også da var norsk økonomi preget av oljerikdom, sterk vekst i etterspørselen og etter hvert også knapphet på arbeidskraft. Fra 1980 til 1988 ble kronkursen overfor våre handelspartnere svekket med til sammen 12 prosent, noe som isolert sett burde ha bidratt til å bedre konkurransevnen overfor utlandet. Men svekkelsen av kronkursen kunne likevel ikke hindre at konkurransevnen - denne gangen på grunn av en vedvarende høy lønnsvekst - ble forverret med nærmere 10 prosent fra 1980 og fram til og med 1988.

**Figur 5.**  
Konkurransevne målt ved relative lønnskostnader i felles valuta  
Indeks 1970 = 100.



Kilde: OECD, IMF, SSB, Finansdepartementet og Norges Bank.

Konkurransevnen er i figuren målt ved industriens effektive kronkurs deflatert med relative lønnskostnader. Når indeksen faller i figuren, svekkes konkurransevnen. Målt på denne måten, er konkurransevnen nå om lag på samme nivå som ved begynnelsen av 1970-tallet.

Utviklingen i konkurranseevnen gikk i 1980-årene med andre ord i motsatt retning av det den nominelle kronekursen skulle tilsi. Dessuten ble den norske prisstigningen også vesentlig høyere enn blant våre handelspartnere.

I de to periodene med sterk bedring av konkurranseevnen - i slutten av 1970-årene og mellom 1988 og 1994, var lønnsveksten i Norge derimot klart lavere enn hos handelspartnere. Heller ikke i disse periodene var det noen entydig sammenheng mellom utviklingen i kronekursen og utviklingen i konkurranseevnen. Riktignok kan bedringen av konkurranseevnen mot slutten av 1970-årene, i tillegg til blant annet en pris- og lønnsstopp, i noen grad forklares med en viss svekkelse av kronen. Men den vesentlige forbedringen som fant sted i 1990-årene, skjedde som vi vet på bakgrunn av en i all hovedsak stabil kronekurs.

Noe av årsaken til dette er å finne i måten arbeidsmarkedet og lønnsdannelsen har fungert på. Knapphet på arbeidskraft og kraftig vekst i etterspørselen - og dessuten en betydelig prisstigning - er faktorer som gjennomgående tilsier en betydelig forverring av konkurranseevnen. Tilsvarende viser erfaringene at konkurranseevnen har en tendens til å bedres når arbeidsmarkedet er mindre stramt, veksten i etterspørselen er dempet og prisstigningen er lav.

Disse faktorene har tradisjonelt vært sterkt påvirket av hvordan finanspolitikken innrettes. Økt bruk av oljeinntektene vil føre til økt etterspørsel etter varer og tjenester fra skjermede næringer, og dermed redusere de ressursene i økonomien som er tilgjengelige for konkurranseutsatt virksomhet. Hvis det på denne måten oppstår et press i økonomien, vil pris- og kostnadsveksten etter hvert øke og konkurranseevnen svekkes. Særlig erfaringene fra 1980-årene tyder på at en slik forverring kan inntreffe nokså uavhengig av hva som på kort sikt skjer med kronekursen.

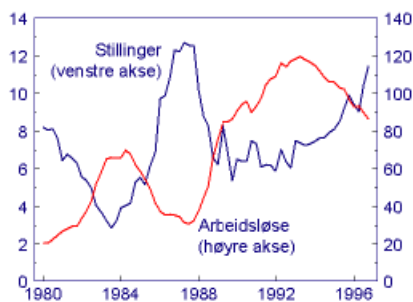
Jeg ønsker ikke med dette å si at kronekursen er uten betydning for konkurranseevnen. Men våre tidligere erfaringer er nødvendige å ha med seg når en skal vurdere de samlede virkningene av den økonomiske politikken. Disse erfaringene viser at det hjelper lite å få kronekursen tilbake på plass, dersom vi ikke samtidig makter å gjennomføre en tilstrekkelig stram finanspolitikk.

## **Konjunkturer og pengepolitikk**

I dagens situasjon vil en innretning mot kursstabilitet innebære at pengepolitikken virker i retning av å stimulere den rentefølsomme etterspørselen innenlands. Finanspolitikken må dermed innrettes med sikte på å motvirke store utslag i konjunktorene, slik at veksten i etterspørselen ikke blir for sterk.

For å understreke betydningen av dette, kan det være verd å minne om at slike store konjunkturutslag tidligere har hatt langvarige effekter på sysselsettingen, både i Norge og i andre land. Det er en internasjonal erfaring at arbeidsledigheten går lettere opp enn ned. Det kan se ut til at perioder med høy

**Figur 6.**  
**Arbeidsløse og ledige stillinger**  
 Sesongjustert. Antall i tusen



Kilde: Arbeidsdirektoratet

arbeidsledighet bidrar til å svekke kompetansen i deler av arbeidsstyrken og øke faren for mistilpasninger på arbeidsmarkedet. I tillegg kan stivheter i arbeidsmarkedet gjøre at lønningene tilpasses et sysselsettingsnivå tilsvarende de som er i arbeid, og ikke det som sikrer lav ledighet. Slike mekanismer har trolig bidratt til at arbeidsledigheten i Europa har hatt en tendens til å øke over tid.

Også i Norge kan en nå spore mistilpasninger i arbeidsmarkedet. Det har lenge vært mangel på arbeidskraft innenfor helse- og omsorgssektoren. Det nye er at til tross for fortsatt høy ledighet, synes det nå å være knapt med ledig arbeidskraft innenfor blant annet bygg og anlegg og deler av industrien. En annen indikasjon på at mistilpasningen kan ha økt i løpet av de siste ti årene, får vi hvis vi sammenlikner forholdet mellom ledige stillinger og antallet registrerte arbeidsledige nå og under forrige høykonjunktur midt på 1980-tallet.

Selv om vi skal være forsiktige med å tolke disse tallene, er antallet registrerte arbeidsledige fortsatt nær tre ganger så høyt som midt på 1980-tallet, mens antallet ledige stillinger nå er nær toppnivået i 1987. Denne utviklingen kan tyde på at noe av arbeidsledigheten skyldes at ledige jobber i stigende grad ikke passer til de lediges kvalifikasjoner, eller at det er store forskjeller mellom arbeidsmarkedene i ulike deler av landet. I så fall er kanskje dagens arbeidsmarked i større grad preget av knapphet på arbeidskraft enn en skulle tro ut fra nivået på arbeidsledigheten.

Et tilleggsmoment er at yrkesdeltakingen i Norge - på nærmere 73 prosent av hele befolkningen mellom 16 og 74 år - nå er rekordhøy. Vi kan dermed ikke basere oss på at veksten i sysselsettingen i samme grad som hittil vil motsvares av en sterk økning i arbeidsstyrken.

Samlet sett er det grunn til å regne med at en ytterligere sterk vekst i etterspørselen i tiden fremover raskere vil kunne slå ut i pris- og kostnadsvekst enn det vi har sett hittil i 1990-årene.

Norges Banks anslag - som er basert på utviklingen før de siste rentenedsettelsene - indikerer en moderat, men jevn økning i lønns- og prisveksten i de nærmeste årene, slik at prisstigningen ved århundreskiftet vil kunne ligge rundt 3 prosent. At prisstigningen likevel vil kunne holde seg så vidt lav etter nærmere et tiår med vekst, skyldes i stor grad at landene rundt oss fortsatt ser ut til å få meget lav prisstigning i årene fremover.

Det er vanskelig å vurdere hvor store de realøkonomiske effektene blir av nedgangen i rentenivået den senere tiden. Effektene avhenger blant annet både av utslagene i prisene på ulike formuesobjekter og hvordan økningen i formuesprisene slår ut i forbruk og investeringer.

I Norge formidles en stor del av virkningen av renten via boligmarkedet. Renten påvirker kostnadene ved å kjøpe bolig, og dermed også prisen som boligkjøperne har mulighet til å betale. Siden den samlede boligmassen er tilnærmet gitt på



kort sikt, fører dermed en rentenedgang til en økning i boligprisene. Først etter noe tid gir dette opphav til en økning i boligbyggingen og til en utvidelse av boligmassen.

Når boligprisene øker, betyr det for de aller fleste husholdninger at deres samlede formue også øker, siden de fleste norske husholdninger eier sin egen bolig. Slik formuesøkning har erfaringsmessig slått ut i høyere privat forbruk over tid. For noen innebærer den en anledning til å refinansiere boligen og derved oppnå rimeligere lånevilkår, noe som i neste omgang kan slå ut i økt forbruk. Noen vil også kunne ta opp nye lån med pant i boligen for å finansiere andre investeringer, for eksempel kjøp av bil eller andre varige forbruksgoder.

Generelt medfører en rentenedgang at husholdningene får økt sine muligheter til å betjene en større gjeld, i hvert fall på kort sikt. Men heri ligger også en risiko for at husholdningenes finansielle situasjon kan bli svekket når renten igjen måtte stige.

Prisene på bruktboliger - målt i nominelle termer - økte med 11 prosent på årsbasis fram til og med fjerde kvartal i fjor. Husholdningenes boligformue kan forsiktig anslås til rundt 700 milliarder kroner. Boligprisveksten det siste året har dermed gitt husholdningene en nominell formuesgevinst på om lag 70 milliarder kroner. Over tid må vi altså regne med at noe av denne formuesgevinsten fører til en økning i det private forbruket.

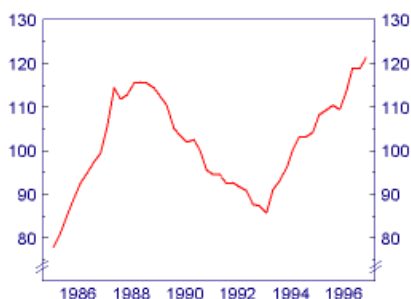
Lignende mekanismer gjør seg gjeldende i andre deler av økonomien, blant annet knyttet til egenkapitalsituasjonen i næringslivet og kommunenes finansieringskostnader. Både bedriftenes og kommunenes investeringsnivå blir også påvirket av rentendringer. Størrelsen på disse virkningene er imidlertid svært usikker.

En indikator på utviklingen i publikums og næringslivets finansformue, og også på muligheten til å få inn ny egenkapital, kan være utviklingen i aksjeverdiene. Aksjeverdiene på Oslo Børs steg i løpet av 1996 med over 30 prosent. Med unntak av Helsinki og Reykjavik var dette den sterkeste verdistigningen på noen europeisk børs.

Når formuesprisene vokser så sterkt, kan det tyde på en økende risiko for «finansielle bobler», der den nominelle verdiveksten ikke nødvendigvis representerer en tilsvarende permanent økning i underliggende realverdier. Dette kan være en ustabil situasjon. Risikoen stiger for at bedrifter og husholdninger overvurderer sine reelle formuer, og eksponerer seg for mye på gjeldssiden.

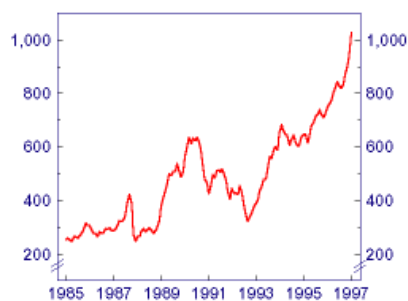
Vi har dårlig veiledning i våre modeller og annet erfaringsmateriale til å tallfeste virkningene av rentendringer. Det skyldes dels at det generelt er vanskelig å finne stabile sammenhenger som kan forklare utviklingen i den finansielle sparingen og i investeringene. Dels er det også slik at vi gjennom de store endringene i finansmarkedene det siste tiåret ikke nødvendigvis kan trekke sterke konklusjoner på grunnlag av tidligere erfaringer, spesielt ikke erfaringene fra før kredittreguleringen ble opphevet midt på 1980-tallet.

**Figur 7.**  
**Boligpriser**  
Indeks 1990 = 100



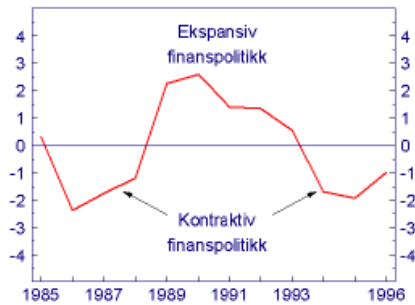
Kilde: ECON

**Figur 8.**  
**Oslo Børs totalindeks**  
Januar 1985 - januar 1997



Kilde: Oslo Børs

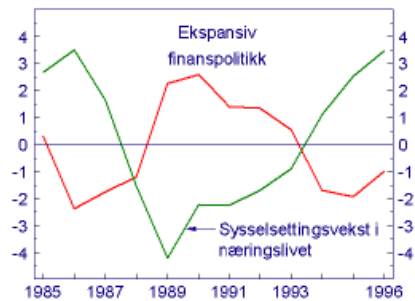
**Figur 9.**  
Endring i aktivitetskorrigert underskudd  
Prosent av BNP for Fastlands-Norge



Kilde: Finansdepartementet

Innretningen av finanspolitikken er målt ved endringer i det olje-, rente- og aktivitetskorrigerte budsjettunderskuddet som andel av BNP for Fastlands-Norge. Positive tall innebærer økt underskudd og en ekspansiv finanspolitikk. Negative tall innebærer redusert underskudd og en kontraktiv finanspolitikk.

**Figur 10.**  
Finanspolitikk og sysselsetting  
Prosent av BNP for Fastlands-Norge og  
årlig prosentvis vekst



Kilde: Finansdepartementet, SSB og Norges Bank

Figuren viser endring i det olje-, rente- og aktivitetskorrigerte underskuddet (jf. figur 9) og vekstrater for sysselsettingen i næringslivet. Ekspansiv finanspolitikk har gjennomgående falt sammen med nedgang i sysselsettingen (negative vekstrater), mens kontraktiv finanspolitikk gjennomgående har falt sammen med vekst i sysselsettingen.

## Samspeillet mellom finans- og pengepolitikken

Derimot gir våre erfaringer et - riktignok noe usikkert - grunnlag for å analysere sammenhengene mellom finans- og pengepolitikken og hvordan disse to delene av den økonomiske politikken har påvirket konjunkturutviklingen det siste tiåret.

Norge sto i en relativt gunstig statsfinansiell situasjon ved utgangen av 1980-årene, blant annet takket være de høye oljeinntektene. Dette gjorde det mulig å legge om finanspolitikken i ekspansiv retning i 1989. Målt ved det aktivitetskorrigerte underskuddet, gav finanspolitikken en stimulans til den samlede etterspørselen på over 7 prosent av BNP for Fastlands-Norge i årene 1989-1992. Sysselsettingen i staten og i kommunene økte betydelig. Samtidig stimulerte denne politikken den private delen av økonomien.

Til tross for den ekspansive finanspolitikken, fortsatte imidlertid lavkonjunkturen i Norge fram til og med 1991, og ledigheten nådde sitt høyeste nivå - på om lag 6 prosent - først i 1993. Sysselsettingen i næringslivet begynte ikke å vokse for alvor før i 1994. En viktig årsak til at nedgangen ble så langvarig, var den kraftige gjeldskonsolideringen som fant sted i privat sektor. De ekspansive impulsene fra finanspolitikken, som normalt ville gitt økt sysselsetting også i næringslivet, ble mer enn oppveiet av denne gjeldskonsolideringen.

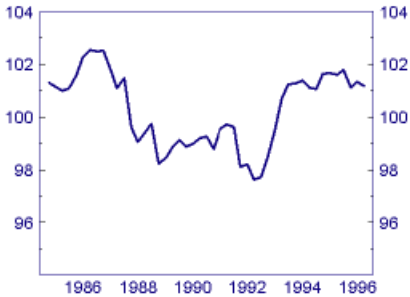
Når konsolideringen av gjelden tok så lang tid, hang det også sammen med innretningen av penge- og valutapolitikken i denne perioden. Norge fulgte, i likhet med de andre nordiske landene, en fastkurspolitikk som bandt pengepolitikken til renteutviklingen i Tyskland og resten av Europa. På grunn av høykonjunkturen i forbindelse med den tyske samlingen, var rentenivået i Tyskland høyt ved inngangen til 1990-årene. Dette førte til at land som var knyttet til D-marken også fikk høye realrenter.

Når en sammenholder innretningen av pengepolitikken med utviklingen i sysselsettingen, synes det nokså klart at pengepolitikken gjennomgående har virket ekspansivt i høykonjunkturer og kontraktivt i lavkonjunkturer.

Det er med andre ord et gjennomgående trekk at innretningen av pengepolitikken i Europa har ført til at pengepolitikken i Norge ikke har vært tilpasset den norske konjunktursituasjonen. I midten av 1980-årene var den norske høykonjunkturen langt mer markert enn ellers i Europa og prisveksten sterkere. Dette førte til at realrenten ble lav i Norge, og pengepolitikken virket ekspansivt. Mot slutten av 1980-årene og først på 1990-tallet var det lavkonjunktur i Norge, mens høykonjunkturen i Tyskland gav et høyt norsk realrentenivå og en kontraktiv pengepolitikk. Nå er situasjonen igjen den at Norge er i en høykonjunktur, samtidig som lav vekst på kontinentet bidrar til relativt lave realrenter og en ekspansiv pengepolitikk i Norge.

Vi kan altså konstatere at pengepolitikken i Norge de siste ti årene gjennomgående har medvirket til å forsterke konjunkturutviklingen, og derved stort sett motvirket de stabiliserende effektene av finanspolitikken. Jeg kan vel trygt si at dette fortsatt er tilfellet, etter at vi nå har redusert renten betydelig.

**Figur 11.**  
**Pengepolitikk**  
Indeks 1993 = 100



Kilde: Norges Bank

Den samlede innretningen av pengepolitikken er beregnet med utgangspunkt i Norges Banks monetære indeks (MCI). Realrenten etter skatt er gitt vekt 3/4 og reell effektiv valutakurs (industriens effektive kronekurs deflatert med relativ prisvekst) er gitt vekt 1/4. Når indeksen stiger, virker pengepolitikken ekspansivt, og motsatt; når indeksen faller, virker pengepolitikken kontraktivt.

**Figur 12.**  
**Pengepolitikk og sysselsetting**  
Indeks og årlig prosentvis vekst



Kilde: SSB og Norges Bank

Figuren viser indeksen for pengepolitikken (jf. figur 11) og vekstrater for sysselsettingen i næringslivet. Målt på denne måten, har ekspansiv pengepolitikk gjennomgående falt sammen med vekst i sysselsettingen, mens kontraktiv pengepolitikk gjennomgående har falt sammen med nedgang i sysselsettingen (negative vekstrater).

Et spørsmål man kan stille seg er om pengepolitikken ikke bare har forsterket konjunktorene, men også i betydelig grad vært noe av drivkraften bak. Dette spørsmålet er ikke enkelt å besvare. Også andre faktorer - som blant annet oljeinvesteringer og konjunktorene i utlandet - er med og påvirker konjunkturutviklingen i Norge. Det som synes klart, er at de kraftige endringene i realrenten må ha spilt en vesentlig rolle for styrken både i oppgangs- og nedgangs-konjunktorene.

Et moment som kan bidra til å belyse dette spørsmålet, er hvordan utviklingen i den rentefølsomme delen av næringslivet har bidratt til svingningene i sysselsettingen. Jeg tror spesielt utviklingen i bygg- og anleggsektoren, som er blant våre mest rentefølsomme sektorer, kan illustrere dette. Sysselsettingen i bygg og anlegg steg med nær 25 000 personer fra gjennomsnittsnivået først på 1980-tallet til 1987, med et påfølgende fall på over 50 000 personer til 1993, da sysselsettingen nådde et bunnpunkt.

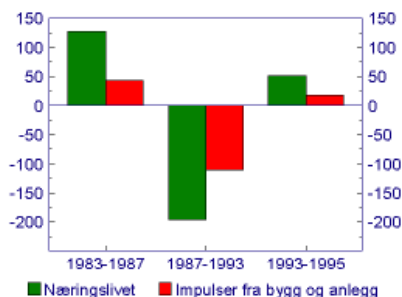
Gjennom varekryssløpet mellom ulike produksjonssektorer kan en endring i etterspørselen som direkte sysselsetter tusen personer i bygg- og anleggsektoren, anslås å bidra med rundt 750 arbeidsplasser i resten av næringslivet - hovedsakelig innen industri, varehandel og transport. Ringvirkningene av svingninger i bygg- og anleggsektoren er således betydelige. Når vi tar hensyn til disse ringvirkningene, har bygg- og anleggsektoren stått for mellom 30 og 50 prosent av svingningene i den samlede sysselsettingen i næringslivet de siste femten årene.

Før noen trekker forhastede slutninger på grunnlag av disse betraktningene, vil jeg minne om at forholdet mellom penge- og finanspolitikken samlet sett må vurderes i lys av erfaringene tidlig i 1980-årene. Satt inn i denne sammenhengen, må vi kunne si at penge- og valutapolitikken de siste ti årene på mange måter har vært vellykket. Vi har maknet å bringe prisstigningen ned på et lavt nivå, rentedifferansen mot utlandet er eliminert og næringslivets konkurransevne er bedret. Vi har med andre ord lyktes i å gjenvinne troverdigheten i pengepolitikken, og en stabil valutakurs har fungert som et nominelt anker for inntektsoppgjørene.

Jeg mener imidlertid også det er grunnlag for å si at denne innretningen av pengepolitikken har hatt en kostnad. Som vi har sett, tyder mye på at pengepolitikken i betydelig grad har vært med på å forsterke de store konjunkturutslagene vi har hatt i Norge de siste ti årene. At slike effekter vil kunne forekomme når en velger et kursmål i pengepolitikken, er verken nytt eller overraskende. Det er et moment som inngår i avveiningen av sterke og svake sider ved ulike regimer i pengepolitikken.

Et system med stabil valutakurs innebærer at ansvaret for stabiliseringspolitikken tillegges finanspolitikken. Finanspolitikken har da også gjennomgående motvirket konjunktorene det siste tiåret, og således virket stabiliserende. En viktig erkjennelse ser imidlertid ut til å være at selv ikke betydelige

Figur 13.  
Sysselsetningsvekst  
1000 personer



Kilde: SSB og Norges Bank

omlegginger av finanspolitikken i denne perioden har kunnet forhindre relativt store konjunkturutslag.

## En utfordring

Det synes klart at pengepolitikken i den nærmeste tiden vil bidra til ytterligere vekst i etterspørselen innenlands. Dersom denne innretningen av pengepolitikken får slå gjennom i den innenlandske økonomien, må vi regne med at høykonjunkturen i sektorer rettet mot innenlandske markeder kan bli mer markert. Vi må også regne med at denne høykonjunkturen kan bli avløst av en lavkonjunktur og nedgang i sysselsettingen. Både i Norge og i andre land har vi erfaring for at slike svingninger i økonomien har varige virkninger, blant annet i form av en permanent økning i arbeidsledigheten. På bakgrunn av de erfaringene vi har med samspillet mellom finans- og pengepolitikken, mener jeg det er grunn til å understreke den utfordringen som innretningen av pengepolitikken nå stiller finanspolitikken overfor.

Utfordringen blir ikke mindre av at finanspolitikken også har andre oppgaver. Gjennom budsjettprosessen fastlegges de økonomiske rammevilkårene for fordelingspolitikken og for produksjonen av en rekke offentlige tjenester. Hensynet til økonomisk effektivitet og forutsigbarhet i rammevilkårene legger dessuten begrensninger på hvor langt vi kan gå i retning av sterke endringer i skatte- og stønadssatser.

Jeg må si at vanskelighetene med å tilpasse finanspolitikken til konjunktursituasjonen, som nettopp oppstår fordi finanspolitikken skal ivareta flere hensyn, gir grunn til en viss uro. Vi har vel alle i klar erindring at reduksjonen av rentefradraget i 1980-årene - som var helt nødvendig av hensyn til den langsiktige balansen i vår økonomi - ikke akkurat traff helt godt rent tidsmessig i forhold til konjunkturutviklingen. Eventuelle reformer i boligbeskatningen kan bli et parallelt eksempel, om enn ikke av samme dimensjon som de tidligere reformene av skattesystemet. I lys av hvordan pengepolitikken er innrettet, ville eventuelle lettelser i boligbeskatningen nå ikke akkurat bidra til å dempe presset i boligmarkedet.

Den nettopp avsluttede høstsesjonen i Stortinget avdekket hvilke vanskelige avveininger vår nasjonalforsamling må gå gjennom hver høst i et forsøk på å imøtekomme alle de ambisjoner og ulike hensyn som legges til grunn i utformingen av finanspolitikken.

I mitt foredrag her for et år siden la jeg vekt på å få fram hvilke langsiktige utfordringer den norske velferdsstaten står overfor, og hva som kan bli krevet av prioriteringer for at det offentlige skal kunne utføre sine oppgaver i fremtiden. Jeg forsøkte å peke på en del vanskelige avveininger vi står overfor på lang sikt, knyttet til prioriteringer av ulike offentlige ytelser som for eksempel helsetjenester og pensjoner. Disse langsiktige utfordringene legger føringer på hvordan det offentliges midler kan fordeles i fremtiden, og dermed også på mulighetene en har til å endre vesentlig på ulike budsjettposter.

Jeg søkte i min redegjørelse i fjor også å påvise at hensynet til økonomisk effektivitet legger begrensninger på muligheten for en ytterligere økning i det alminnelige skatte- og avgiftsnivået. Skatte- og avgiftskostnadenes rent konkurransemessige betydning synes dessuten stadig mer fremtredende i en verden preget av frie vare- og tjenestestrømmer og store kapitalbevegelser over landegrensene.

Generelt kan vi kanskje si at langsiktige hensyn tilsier et behov for noenlunde forutsigbare og stabile rammevilkår. Dette setter særlige krav til utformingen av en finanspolitikk som samtidig er tillagt ansvaret for stabiliseringspolitikken - et hensyn som tilsier at innrettingen av finanspolitikken må kunne variere mye. Det sier seg selv at det ikke alltid vil være like enkelt å kombinere disse to hensynene.

En alternativ fremgangsmåte kunne være at en i utformingen av pengepolitikken i større grad avveiet hensynet til kursutviklingen mot hensynet til stabiliteten i økonomien for øvrig. Formålet ville være å unngå at pengepolitikken i for stor grad forsterket konjunktursvingningene, slik at realøkonomien og sysselsettingen i mindre grad ble utsatt for «sjokk» via renten, og slik at belastningen med å gjennomføre stabiliseringspolitikken i noen grad kunne fordeles mellom finans- og pengepolitikken.

Ulempen med en slik mer aktiv utforming av pengepolitikken er først og fremst at valutakursen i større grad vil følge de konjunkturelle svingningene i økonomien. I store land, der utenrikshandelen utgjør en relativt liten andel av samlet BNP, vil valutakursendringer ha liten effekt på den generelle økonomiske utviklingen. Stabilitet i valutakursen kan dermed tillegges begrenset vekt i de store økonomiene, mens den interne stabiliteten må tillegges stor vekt. I små land med en relativt stor utenriksøkonomi vil derimot valutakursendringer ha større betydning for den innenlandske utviklingen, spesielt dersom eksportsektorene også står for en betydelig andel av sysselsettingen. Det er dermed heller ikke mulig ukritisk å overføre erfaringene fra store land med en - relativt sett - liten utenriksøkonomi til små land, som Norge, med en åpen økonomi.

Jeg innledet mine betraktninger her i kveld med å fremholde at sentralbanken har fulgt det råd som Christian Michelsen etter sigende skal ha gitt til Bjørnstjerne Bjørnson: «Nu gjelder det at holde kjæft!». Dette er selvsagt en meget kortsiktig strategi. De utfordringene vi nå står overfor gjør det kanskje like naturlig å følge Bjørnsons råd: «Nu gjelder det at holde sammen!». Eller rettere sagt: Nå gjelder det å få systemet til å holde sammen!

Da må vi først erkjenne at alle de tre hovedpilarene i den økonomiske politikken er under press fra ulike hold. Jeg har forsøkt å få fram at selv om presset akkurat nå kanskje er mest akutt på kronkursen, er problemene i vel så stor grad knyttet til den generelle stabiliseringen av den økonomiske utviklingen. I et system med stabil valutakurs er dette først og fremst finanspolitikken oppgave.

Med stabil valutakurs fungerer dessuten kursnivået som en nominell forankring for inntektsoppgjørene ved at lønnsutviklingen slår direkte gjennom på den kostnadmessige konkurranseevnen. Det er vesentlig at en nå makter å videreføre lønnsmoderasjonen, slik at ikke den sterke etterspørselsveksten slår ut i økende lønns- og prisstigning.

Samtidig må vi erkjenne at også partene i arbeidslivet har begrensede virkemidler til rådighet, og at de ikke med bindende virkning kan fastlegge lønnsutviklingen. Partene utøver sin innflytelse i første rekke i de sentrale inntektsoppgjørene, mens vi må anta at markedsforhold har en betydelig innvirkning når de lokale oppgjørene gjennomføres. Selv om forståelsen for lønnsmoderasjon etter hvert synes grunnfestet i store deler av befolkningen, vil en økende knapphet på arbeidskraft i forskjellige regioner og blant ulike yrkesgrupper derfor kunne påvirke lønns- og kostnadsutviklingen for næringslivet betydelig.

Jeg vil understreke at retningslinjen om stabil valutakurs ligger fast. Norges Bank har innrettet - og vil fortsatt innrette - virkemidlene i pengepolitikken i tråd med retningslinjene i valutaforskriften. Vi må samtidig innse at det å holde en stabil valutakurs ikke er noen enkel oppgave i en verden der markedets vurderinger av kursen kan slå gjennom med stor tyngde. Selv om sentralbanken eller andre kan mene og vite at markedet tar feil, vil ikke det i seg selv nødvendigvis føre til en korleksjon i markedet. For at systemet skal holde sammen, gjelder det derfor å utøve pengepolitikken med atskillig tålmodighet.

Som jeg har forsøkt å belyse her i kveld, er en stabil nominell valutakurs dessuten ikke noen garanti verken mot svingninger i konkurranseevnen eller i den økonomiske utviklingen mer generelt. Erfaringene tilsier tvert imot at en slik utforming av pengepolitikken kan forsterke de realøkonomiske svingningene, og dermed øke påkjenningene på finanspolitikken og inntektspolitikken. Dersom en i utformingen av de øvrige elementene i den økonomiske politikken ikke makter å ta høyde for de ekspansive impulsene fra pengepolitikken, vil svingningene i etterspørselen før eller senere også slå ut i pris- og kostnadsveksten innenlands, med den følge at konkurranseevnen og grunnlaget for sysselsettingen svekkes.

For at et system med stabil valutakurs skal fungere etter hensikten, er det derfor en grunnleggende forutsetning at myndighetene gjennom andre virkemidler i den økonomiske politikken lykkes i å stabilisere den økonomiske utviklingen.