

Økonomiske perspektiver

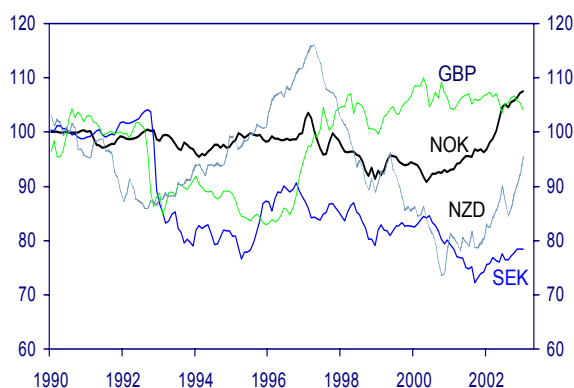
Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 20. februar 2003 kl 18.00

Verdensøkonomien er i ulage. Den er tynget av tidligere feilinvesteringer, av fall i verdiene i aksjemarkedene og av terror og krigsfrykt. I Norge har arbeidstakerne tatt ut den sterkeste økningen i reallønningene på en generasjon. Oljepengene har gitt grobunn for overoptimisme. Spenningen mellom de dårlige tidene ute og det norske kostnadsnivået gir tap av arbeidsplasser og økt arbeidsledighet.

Hvorfor er kronen sterk?

Kronen er sterk. Den gir prisfall på de varene vi importerer. Det har gitt lav og stabil inflasjon til tross for kraftig vekst i lønningene. Det er utsikter til at prisstigningen vil holde seg nede også i årene framover.

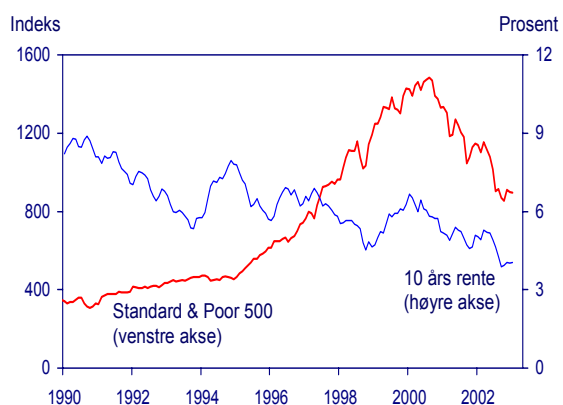
Figur 1. Effektive valutakurser
1990=100



Kilde: EcoWin

Figuren viser utviklingen i effektive nominelle valutakurser for Norge, Sverige, Storbritannia og New Zealand. Stigende kurve i diagrammet viser sterkere kurs. Månedstall.

Figur 2. Aksjekurser og lange renter i USA



Kilde: EcoWin

Kronekursen svinger. Det er ikke uventet, for det gjør også andre lands valutaer (fig. 1). Den svenske kronen falt kraftig i 1992. Siden har den holdt seg svak, men med store variasjoner. Britiske pund styrket seg med over 20 prosent fra 1996 til 1998. Det gjenspeiler den gode veksten i britisk økonomi fra midten av 1990-tallet. En valuta som går mer opp og ned enn de fleste, er New Zealands dollar. En kraftig styrking fram til midten av 1990-tallet ble senere snudd. De to siste årene har denne valutaen utviklet seg parallelt med den norske kronen.

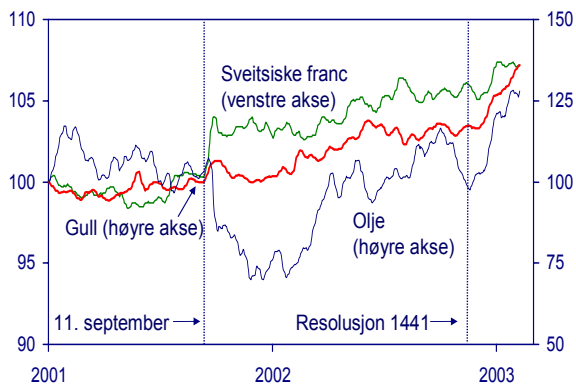
Kronekursen er prisen på våre penger målt i utenlandske. Det som skjer i andre land, betyr like mye for kronen som utviklingen i norsk økonomi.

Kapitalen flyter fritt. Strømmene kan endre seg raskt. Det kan smitte over på valutakurser og renter, og på produksjon og sysselsetting.

Svingninger i valutakursene blir drevet fram av kapitalbevegelser over landegrensene. Jakten på avkastning i aksjemarkedene styrte kapitalstrømmene fram til nedgangen satte inn. I USA ble aksjekursene nesten tredoblet fra 1995 til 2000 (fig. 2). Børsene i andre land fulgte etter. Kapitalinngangen til aksjemarkedet ga en sterk dollar. Men forventningene til den framtidige inntjeningen i foretakene var høyere enn det senere viste seg å være grunnlag for. Da forventningene ble justert, falt kursene. Fallet er blitt dypere etter at svikten i verdensøkonomien ble forsterket av terror og krigsfrykt. Kapitalen søkte seg bort fra risikoen i aksjemarkedet. Etterspørselen etter obligasjoner økte. Det har gitt lave langsiktige renter.

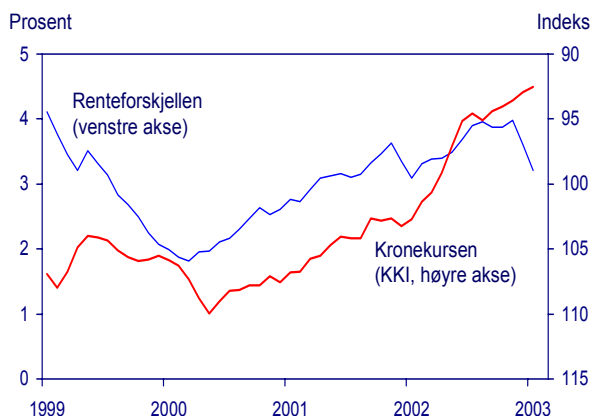
Med høy usikkerhet og krigsfrykt har tradisjonelle ”trygge havner” for kapitalen – som plasseringer i sveitsiske franc

Figur 3. Krigsøkonomi?
Indeks. Januar 2001 = 100



Kilde: EcoWin

Figur 4. Kronekursen og renteforskjellen



Kilde: Norges Bank

Figuren viser forskjellen i tre måneders pengemarkedsrenter mellom Norge og handelspartnerne. Rentene hos handelspartnerne etter konkurransevekter. Utviklingen i kronekursen er målt ved konkurransekursindeksen (1990 = 100). Stigende kurve betyr sterkere kronekurs. Månedstall.

og i gull – fått ny oppmerksomhet. Kursen på sveitsiske franc økte etter terroranslagene 11. september 2001 og mot slutten av fjoråret (fig. 3). Gullprisen fikk et særlig løft etter vedtaket av resolusjon 1441 i FNs sikkerhetsråd 8. november i fjor.

Oljeprisen falt kraftig etter 11. september 2001. Siden har den økt igjen. Frykten for krig i Irak har gjort utsiktene for verdens oljeforsyning usikre. Lagrene av olje for strategiske formål har økt, mens de private oljelagrene er lave. Det har presset oljeprisen opp. I tillegg har streik i Venezuela bidratt.

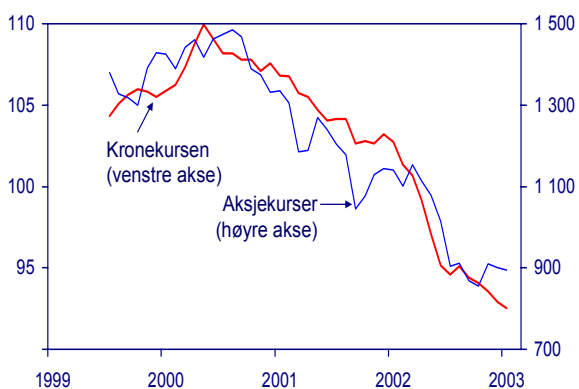
Det er stagnasjon og frykt for nedgang i toneangivende land som USA, Tyskland og Frankrike. Omfattende skattelettelser og lave renter bidrar til å holde aktiviteten oppe i Amerika. Japansk økonomi har lenge vært i nedgang med deflasjon.

De siste årene har kronekursen fulgt forskjellen i de kortsiktige rentene mellom Norge og utlandet (fig. 4). Derfor er kronen sterk nå. I tillegg ser det ut til at den høye oljeprisen har bidratt. Virkningen av renteforskjellen på kronen er blitt forsterket av forholdene i kapitalmarkedene. Aktørene har søkt rentegevinster. Spekulasjon i svingninger mellom hovedvalutaene har i mindre grad vært et tema.

Mens aksjekursene falt, søkte investorene etter alternative plasseringer. Det har bidratt til å gjøre kronerenten mer attraktiv. Kronen styrket seg samtidig som aksjemarkedene falt ute og hjemme (fig. 5). Det er særlig obligasjoner og andre rentebærende papirer som har vært etterspurt.

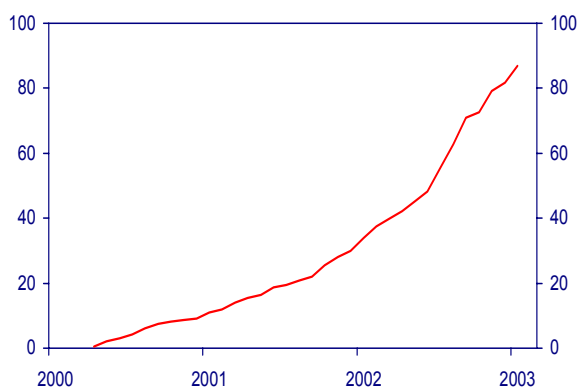
Et uttrykk for dette finner vi i det internasjonale markedet for obligasjoner utstedt i norske kroner. I fjor ble det tatt opp slike lån for over 50 milliarder kroner (fig. 6). Både utenlandske og norske selskaper var låntakere. En rekke

Figur 5. Kronekursen og amerikanske aksjekurser



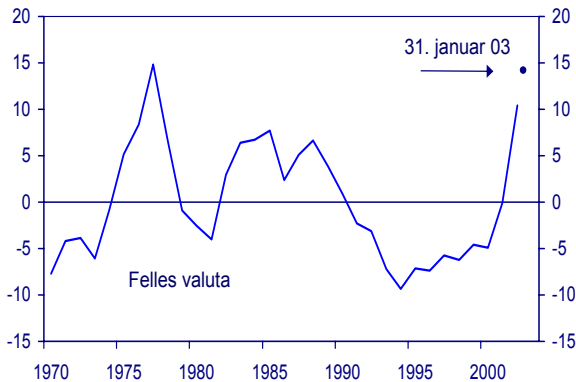
Kilde: EcoWin og Norges Bank

Figur 6. Kroneobligasjoner i utlandet
Samlede lån i milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Figur 7. Relative lønnskostnader
Avvik fra historisk gjennomsnitt. Prosent

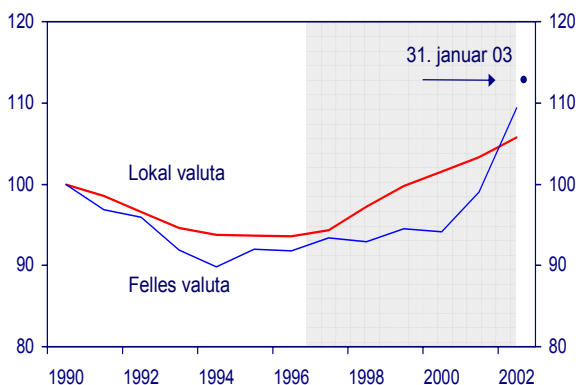


Kilde: TBU/IMF, Finansdepartementet og Norges Bank

Figuren viser relative timelønnskostnader i industrien i Norge og hos Norges handelspartnere, regnet i felles valuta. Serien viser avviket i prosent fra gjennomsnittet for perioden 1970 – 2002. Anslag fra TBU for 2002. Årsgjennomsnitt.

Punktet merket 31. januar 2003 viser relative time-lønnskostnader i 2002, omregnet til felles valuta med konkurransekursindeksen 31. januar 2003 (93,64)

Figur 8. Relative lønnskostnader



Kilde: TBU/IMF, Finansdepartementet og Norges Bank

Figuren viser relative timelønnskostnader i industrien i Norge og hos Norges handelspartnere. Indeksverdi lik 100 i 1990. Anslag fra TBU for 2002. Årsgjennomsnitt.

Kurven *lokal valuta* viser indeks for relative timelønnskostnader, uten å ta hensyn til valutakursutviklingen. Kurven *felles valuta* viser relative timelønnskostnader når det også tas hensyn til valutakursutviklingen. Denne kurven uttrykker utviklingen i konkurransevnen. Stigende kurve indikerer svekket konkurransevne.

Punktet merket 31. januar 2003 viser relative time-lønnskostnader i 2002, omregnet til felles valuta med konkurransekursindeksen 31. januar 2003 (93,64)

små og store utenlandske investorer og norske virksomheter – i første rekke livselskaper – var långivere.

Sammenhengene i valutamarkedene er ustabile. Nye skift i verdensøkonomien kan føre til at interessen for kroner igjen avtar.

Den sterke kronen og et høyt lønnsnivå har ført til at konkurransevnen i næringslivet er nær 15 prosent svakere enn gjennomsnittet de siste 30 årene (fig. 7). Tidligere har konkurransevnen ved slike betydelige avvik alltid vendt tilbake mot gjennomsnittet i løpet av nokså kort tid. Markedsaktørene avveier forholdet mellom renteforskjellen til utlandet på den ene siden, og på den andre siden utsiktene til at kronen skal svekke seg i framtiden. Forskjeller i konjunktorene kan føre til at kronkursen på kort sikt skyter over sitt framtidige nivå. Men i lengden kan kronen ikke holde seg så sterk. Da måtte vår evne til å skape inntekter ha bedret seg vesentlig.

Hvorfor er renteforskjellen stor?

Med det nivået kronkursen nådde i slutten av januar, hadde konkurransevnen svekket seg med noe under 25 prosent siden 1996 (fig. 8). Kronen var nesten 10 prosent sterkere.

Lønningene i norsk industri vokste i samme periode knapt 15 prosent mer enn lønningene hos handelspartnerne. I årene rundt årtusenskiftet bidro utviklingen i kronkursen til å skjule denne underliggende svekkelsen i konkurransevnen. I mai 2000 nådde kronkursen sitt laveste nivå på seks år¹. Siden da har kronen styrket seg, og virkningen av den høye lønnsveksten kom etter hvert til syne i bedriftenes regnskaper.

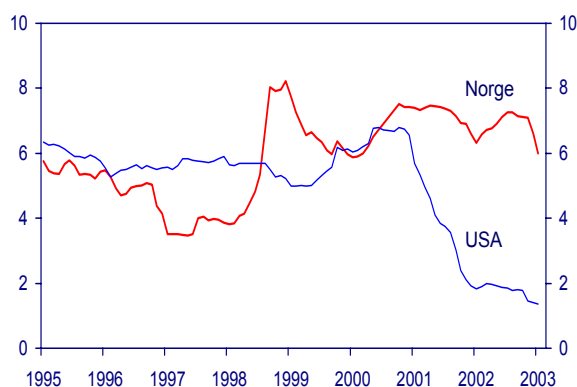
I de ti årene som har gått siden bank- og valutakrisen i

1992, hadde vi lenge en balansert økonomisk utvikling. Men mot slutten av oppgangen ble det mangel på arbeidskraft, lønnsveksten tiltok og vi fikk en kraftig økning i husholdningenes forbruk og gjeldsopptak. Renten i Norge måtte holdes oppe.

Mens omslaget ute kom for to år siden, har den norske høykonjunkturen vart ved. Derfor ble renteforskjellen mot utlandet etter hvert stor. Den store renteforskjellen skyldes ikke at renten i Norge er høy, men at rentene i utlandet er

¹ Målt ved månedsgjennomsnitt av importveid valutakurs mot 44 land var kronen i mai 2000 den svakeste siden mai 1994. Målt ved månedsgjennomsnitt av konkurransekursindeksen var kronen i mai 2000 den svakeste som er registrert siden tallserien starter i januar 1971. For begge indeksene var det imidlertid noen enkeltdager høsten og vinteren 1998 da kronen var svakere enn i mai 2000.

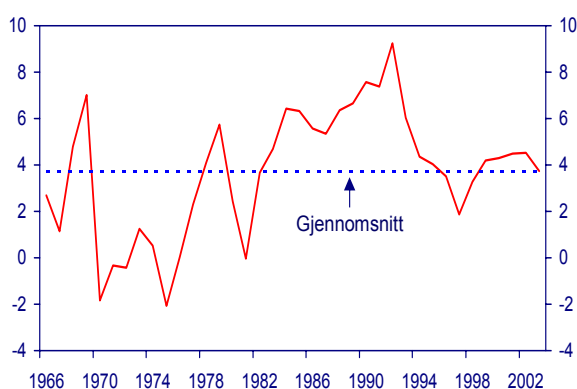
Figur 9. Ulike konjunkturfaser
Kortsiktige renter i USA og Norge



Kilde: EcoWin

Figuren viser gjennomsnittlige månedstall for tre måneders pengemarkedsrenter i Norge og USA.

Figur 10. Realrente
Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Realrenten er nominell 3 måneders pengemarkedsrente (NIBOR) deflatert med inflasjonen samme år. For inflasjonen benyttes årsveksten i KPI-JAE i perioden 1980-2002 (beregnet av Norges Bank fram til 2000). For årene 1966-1979 er renten deflatert med årsveksten i KPI.

For 2003 er det antatt uendret rentenivå ut året fra og med 13. februar 2003. Den nominelle renten er deflatert med Norges Banks anslag for årsveksten i KPI-JAE i 2003 fra inflasjonsrapport 3/02.

Gjennomsnittlig realrente fra 1966 til 2003 er 3,71.

historisk lave (fig. 9). Vi må tilbake til begynnelsen av 1960-årene for å finne like lave renter i USA som i dag.

Et nytt lønshopp i 2002 forsterket ubalansene i økonomien og ga impulser til økt prisvekst på varer og tjenester som produseres i Norge. Derfor har pengepolitikken vært stram.

Realrenten – renten justert for inflasjonen – økte i 2000 og var etter det noe høyere enn gjennomsnittet de siste tretti årene (fig. 10). Etter at renten ble satt ned nå i vinter, er realrenten ikke spesielt høy. Pengepolitikken er stram gjennom den sterke kronen.

Er det fare for en langvarig stagnasjon?

USA har vært drivkraften i verdensøkonomien. Den amerikanske økonomien har tidligere vist seg å være svært fleksibel. Veksten har gjerne tatt seg raskt opp etter korte nedgangsperioder. Mest sannsynlig vil det gjenta seg også nå. Det er en styrke at tilliten til det finansielle systemet ikke er svekket. Det er enkelte tegn til ny oppgang i investeringene.

Men vi kan heller ikke utelukke at verdensøkonomien står foran en ganske lang periode med stagnasjon. De lave rentene i USA og Europa er et uttrykk for denne risikoen. I USA var investeringsnivået høyt gjennom oppgangen. Det kan ha skapt overkapasitet i næringslivet. Fallet i aksjeverdier rammer husholdningenes formuer. Amerikanske husholdninger sparer dessuten lite og er blitt stimulert av lave renter til å bygge opp gjeld. Fall i verdien av dollaren kan bidra, men veksten i næringslivet er ennå ikke selvdrevet, og nedgangen i dollarkursen svekker andre lands eksport. Impulsene fra amerikansk økonomi kan bli svake i flere år framover.

Heller ikke i resten av verden er det klare tegn til snarlig oppgang. Japan bidrar til å holde veksten i verdensøkonomien nede. De store økonomiene på det europeiske kontinentet – særlig den tyske – stagnerer. Det er mange ledige hender, men vekstevnen er trolig lav.

Rentene i USA og Japan er satt så lavt at det er lite rom for ytterligere stimulans. De pengepolitiske myndighetene kan anvende mer uortodokse virkemidler. Et eksempel kan være at sentralbanken massivt kjøper langsiktige obligasjoner – slik vi har sett i Japan – eller eventuelt

andre aktiva. Det er usikkert hvor effektive slike virkemidler er. Tradisjonell finanspolitikk kan også være lite virkningsfull når underskuddene i de offentlige budsjettene stiger mye. Det kan skape forventninger om framtidige innstramminger og skatteskjerpelser.

Skulle stagnasjonen i verdensøkonomien vare lenge ved, vil den også virke inn på norsk økonomi. Nedgangen i vår tradisjonelle eksport vil i så fall fortsette. Før eller senere vil oljemarkedet også merke nedgangen, og oljeprisen gi etter. Hvis verdensøkonomien stagnerer lenge og kronen holder seg sterk, vil en klart lavere rente være egnet til å svekke kronen og dempe utslagene i Norge. Å slippe opp i offentlige budsjetter ville derimot låse inn den sterke kronen.

For at det skal være mulig å dempe en eventuell nedgangskonjunktur gjennom lettelser i pengepolitikken, er det en forutsetning at veksten i lønnskostnadene avtar. Pengepolitikken kan ikke motvirke en økning i ledigheten som skyldes at lønnskostnadene i Norge øker vesentlig mer enn i utlandet.

Stagnasjonen ute har bidratt til at utsiktene for inflasjonen her hjemme har endret seg de siste månedene. Verdens aksjemarkeder har fortsatt nedturen. Det ser ikke ut til at rentene i USA og Europa skal gå opp med det første. Kanskje vil de bli enda lavere før oppgangen starter. Også i Norge er renten satt ned. Samtidig stimulerer statsbudsjettet aktiviteten. Det skjer dels gjennom skattelettelser og vekst i offentlige bevilgninger, og dels fordi statsfinansene svekkes når økonomien vokser lite og arbeidsledigheten øker. Men den sterke kronen gjør at den samlede økonomiske politikken likevel er stram. Med en like stram politikk framover, ville inflasjonen trolig blitt lavere enn inflasjonsmålet tilsier. Det ligger derfor an til gradvise lettelser i pengepolitikken.

Bidrar inflasjonsmålet til stabilitet?

Det operative målet som Regjeringen har fastlagt for pengepolitikken, er en inflasjon som over tid er nær 2,5 prosent. Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for sine valg om sparing, investeringer, budsjetter og lønn. Husholdninger, bedrifter, offentlige virksomheter, lønnstakere og arbeidsgivere kan legge til grunn at prisstigningen i Norge over tid vil være 2½ prosent.

Gjennomføringen av pengepolitikken er delegert til sentralbanken. Slik er det også i de landene vi kan sammenlikne oss med. Norges Bank skal utøve et saklig, avgrenset skjønn innenfor sitt mandat. Vurderingene av den økonomiske utviklingen og grunnlaget for beslutningene om renten legges fram for offentligheten. Det gjør det mulig for andre å sette seg inn i hvilke forutsetninger og analyser vedtakene om renten bygger på.

Det operative målet er veldefinert. Utøvelsen av bankens skjønn kan derfor vurderes i ettertid. Norges Bank rapporterer om denne skjønnsutøvelsen i sin årsberetning. Bankens rapporteringsplikt har sin bakgrunn i grunnlovens § 75 bokstav c om at Stortinget skal føre tilsyn med rikets pengevesen. Fram til 1950 ble årsberetningen sendt direkte til Stortinget. Den blir nå – i tråd med sentralbankloven – sendt til Finansdepartementet, forelagt Kongen i statsråd og meddelt Stortinget i Regjeringens kredittmelding. Slik legger loven til rette for at statsmyndighetene kan følge opp hvordan den delegerte myndigheten i pengepolitikken blir utøvd.

Norges Bank setter renten slik at framtidig inflasjon skal være lik inflasjonsmålet på 2½ prosent. Hvis etterspørselen etter varer og tjenester er

høy og det er mangel på arbeidskraft, vil det normalt være utsikter til høyere inflasjon i framtiden. Når renten settes opp, reduseres etterspørselen og inflasjonen holdes nede. Hvis etterspørselen er liten og arbeidsledigheten øker, vil det være utsikter til lavere inflasjon. Da settes renten ned. Inflasjonsmålet er en ramme, ikke et hinder, for at pengepolitikken vil bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Dette formålet kommer også til uttrykk i forskriften for pengepolitikken.

Målet om en inflasjon på 2½ prosent er om lag på linje med tilsvarende mål for inflasjonen hos våre handelspartnere. Det er et ankerfeste også for utviklingen i kronkursen. Kronen svinger. Vi har åpen handel med utlandet og frie kapitalbevegelser. Vi har ikke virkemidler til å finstyre kronkursen. Men så lenge inflasjonen holdes lav og stabil, kan det ikke være vesentlige avvik i kronkursen over tid uten store konsekvenser for aktiviteten i næringslivet. Derfor vil det være en tendens til at kursen etter store avvik vender tilbake mot utgangspunktet. Det beste bidraget pengepolitikken kan gi til stabilitet i kronkursen, er nettopp å sikte mot lav og stabil inflasjon.

Store forskjeller i konjunktorene eller i lønnsdannelsen mellom Norge og utlandet har alltid ført til utslag i kronkursen og i konkurransevnen. Det er ikke mulig å styre valutakursen gjennom de virkemidlene sentralbanken rår over alene.

I de årene fast eller stabil valutakurs var målet for pengepolitikken, hadde finanspolitikken ansvaret for å jevne ut svingningene i økonomien. Samtidig skulle inntektspolitikken bidra til å holde veksten i lønningene på linje med veksttakten ute. Målet om stabil valutakurs ga derfor et rammeverk for den økonomiske politikken.

Når renten i utlandet økte, måtte renten i Norge også gå opp for å hindre en svekkelse av kronen. Tilsvarende ble våre renter ofte satt ned i etterkant av rentereduksjoner i utlandet.

Det er mulig å tenke seg hvordan en slik arbeidsdeling kunne blitt gjennomført med de forstyrrelsene norsk økonomi ble utsatt for i 2001 og 2002. Tendensen til sterkere krone ville ført til reduksjoner i renten ned mot det internasjonale rentenivået. Det ville i så fall ha gitt også Norge et historisk lavt rentenivå. Den lave renten ville i utgangspunktet ført til mye sterkere utlånsvekst, et nytt løft i boligprisene og enda større mangel på arbeidskraft. For å motvirke en slik ny boble i norsk økonomi, måtte finanspolitikken vært strammet kraftig til både i 2001, i 2002 og i 2003.

Handlingsregelen for finanspolitikken sier at underskuddet på statsbudsjettet over tid skal svare til den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Regelen er robust overfor svingninger i statens inntekter og gir samtidig stabile vilkår for den økonomiske utviklingen. Handlingsregelen er blitt fulgt. Det gir i seg selv et godt bidrag til stabilitet.

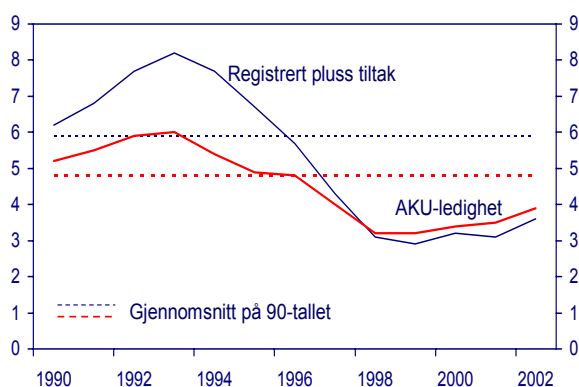
Pengepolitikken har fått en klar rolle i å stabilisere den økonomiske utviklingen. Fare for økt prisstigning møtes på en annen måte enn tidligere. Pengepolitikken holder inflasjonen i sjakk. Det kan slå ut i høye renter og tidvis i en sterk krone.

Alternativt kunne vi fått høyere inflasjon, med fortsatt kamp om realressursene og fortsatt høy lønnsvekst. Da ville næringslivets konkurranseevne i stedet blitt svekket år etter år gjennom en særnorsk pris- og kostnadsvekst. Erfaringene fra 1970- og 1980-årene viser at inflasjonen og veksten i lønningene ikke har noe stabilt ankerfeste under slike forhold. Inflasjonen og veksten i lønnskostnadene vil fortsette å øke helt til pengepolitikken strammes inn. Å slippe inflasjonen løs er ikke en farbar vei.

Hvorfor øker arbeidsledigheten?

Høye lønnskostnader, sterk krone og stagnasjon i utlandet setter spor i vårt konkurranseutsatte næringsliv. Mange bedrifter vil ikke kunne holde oppe aktiviteten slik markedene og kostnadene er nå. Lønnskostnadene presser også marginene i deler av privat tjenesteyting. Flere bedrifter møter konkurranse fra utlandet. Og dessuten: Selv om bevilgningene vokser, har offentlige virksomheter begrenset mulighet til å øke sysselsettingen, fordi lønnsutgiftene har steget så markert.

Figur 11. Arbeidsledighet
Prosent



Kilde: Aetat, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figuren viser summen av registrert arbeidsledige og deltakere på ordinære arbeidsmarkedstiltak i prosent av arbeidsstyrken. I tillegg vises arbeidsledigheten målt ved arbeidskraftsundersøkelsen (AKU) i prosent av arbeidsstyrken. Årsgjennomsnitt. De stiplede linjene angir gjennomsnittet for perioden 1990-1999.

Arbeidsledigheten har gått opp i det siste. Dagens ledighet – på 4 prosent – er omtrent på linje med ledigheten i 1997 (fig. 11). Den er også 2 prosentenheter lavere enn gjennomsnittet i 1990-årene av antallet ledige og de på tiltak. I industrien har vi ennå ikke sett virkningene av den svake lønnsomheten fullt ut. Vi venter derfor at ledigheten vil øke noe framover.

Til tross for den høye veksten i lønningene, er inflasjonen lav. Forholdene ligger til rette for at forskjellen i rentene mellom Norge og utlandet etter hvert kan reduseres. Hvor stram pengepolitikken vil bli, avhenger i stor grad av hvor raskt veksten i lønnskostnadene kan avta.

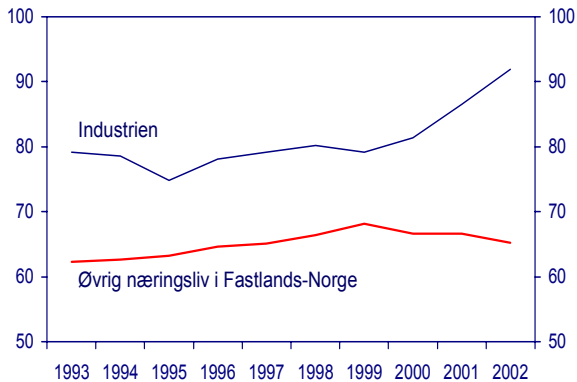
De målene vi og våre handelspartnere har for inflasjonen, innebærer at en samlet lønnsvekst på rundt 4½ prosent er forenlig med om lag uendret konkurranseevne for næringslivet. Det bygger på at veksten i produktiviteten i Norge er rundt 2 prosent – lik gjennomsnittet de siste tjue årene. Både bedriftene og lønnstakere kan legge til grunn at inflasjonen over tid vil være 2½ prosent. Det reduserer usikkerheten og gjør det mulig for partene å se bort fra korte perioder med noe lavere eller noe høyere inflasjon.

Vi behøver ikke ha en høyere inflasjon i Norge enn 2½ prosent for å oppnå vekst og høy sysselsetting. Det viser erfaringene gjennom 1990-tallet. Da gikk arbeidsledigheten ned og veksten var sterk. Selv med store omstillinger og endringer i næringsstrukturen var inflasjonen nær 2½ prosent.

Veksten i reallønningene er nå langt høyere enn den underliggende veksten i produktiviteten. Derfor øker arbeidsledigheten. Bedrifter og virksomheter må tilpasse arbeidsstokken slik at lønnsomheten holdes oppe. Det fører til lavere sysselsetting, men også til at bedriftene fortsetter sin virksomhet i Norge. Alternativet er at bedriftene ikke makter å tilpasse arbeidsstokken raskt nok. Hvis de økte kostnadene heller ikke kan veltes over på kundene, faller

Figur 12. Lønnsandeler

Lønnskostnader i prosent av faktorinntekt



Kilde: TBU og Statistisk sentralbyrå

Lønnsandeler er lønnskostnadenes andel av verdiskapingen etter skatter og avgifter på produksjonen (faktorinntekten).

Øvrig næringsliv i Fastlands-Norge tilsvarer begrepet Øvrig markedsrettet virksomhet i Fastlands-Norge i Rapport nr. 1, 2003 fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene. TBU's anslag for 2002.

inntjeningen og lønnsandelene går opp. Det kan føre til at produksjonen legges ned eller flyttes.

Lønnsandelene i norsk industri har økt (fig. 12). I tjenesteytende næringer er bildet mer blandet. Marginene i importfirmaer har økt. Vi vet at sysselsettingen i deler av tjenestesektoren har falt. Det kan tyde på at mange bedrifter i tjenesteytende næringer har tilpasset arbeidsstokken. I noen grad kan de økte kostnadene her også lettere veltes over på kundene gjennom økte priser.

Dette bildet er typisk for slutfasen av en høykonjunktur. Et stramt arbeidsmarked og kamp om realressursene fører til kraftig økning i reallønningene. Det gir høy vekst i husholdningenes inntekter, forbruk og boliginvesteringer. Låneviljen øker og boligprisene vokser sterkt. Næringslivet preges derimot av press på lønnsomheten, et høyt kostnadsnivå og fall i investeringene. Prisene på næringsseiendommer faller. Samtidig fører bedriftenes tilpasning til at veksten i sysselsettingen stopper opp. Når kostnadsnivået er høyt nok, begynner sysselsettingen å falle. Da er høykonjunkturen over. Kostnadsnivået må justeres før arbeidsmarkedet igjen kommer i balanse.

Lønnsdannelsen i Norge foregår innenfor institusjonelle og lovmessige rammer og avtaler som er utviklet over flere tiår. Resultatet av forhandlingene blir påvirket av lover og regler om stillingsvern og arbeidsrett, trygd ved arbeidsledighet og av de spillereglene som gjelder for samarbeid og for løsning av konflikter.

I viktige deler av arbeidsmarkedet kan det ha skjedd en forskyvning av partenes strategiske posisjon i forhandlingene i favør av arbeidstakerne. Teknologiske endringer, økte krav til stabile leveranser og økt internasjonal konkurranse har gjort bedriftene i mange næringer stadig mer sårbare for selv korte driftsopphold. Arbeidsgivernes evne og vilje til å ta åpne arbeidskonflikter er derfor blitt redusert. På den annen side står styrene og ledelsene i bedriftene for beslutninger om å etablere og legge ned virksomhet, om å rasjonalisere eller øke sysselsettingen. Her har organisasjonene liten direkte innflytelse. Stiger kostnadene for en virksomhet, må enten produktiviteten øke eller produksjonen legges ned eller flyttes ut. Dette er bedriftenes arena. Deres valg om drift, investeringer og lokalisering blir igjen bestemt av det krav til avkastning eiere setter for å holde sin kapital i virksomheten.

Med disse rammevilkårene vil utviklingen i lønnskostnadene i det vesentlige gjenspeile arbeidstakernes og organisasjonenes avveining mellom reallønnsvekst og sysselsetting. Når de vurderer hvor sterk lønnsvekst de skal ta ut, kan organisasjonene ikke legge til grunn at andre kan ivareta hensynet til arbeidsplassene.

Et særlig trekk ved utviklingen er den sterke økningen i lønningene til funksjonærer i næringslivet og finanssektoren og til akademikere i offentlig virksomhet. Lenge var dette et speilbilde av en sterk vekst i inntektene i frie yrker, i rådgivningsfirmaene og i advokat- og IT-bransjen. Men lønnsveksten for funksjonærer og akademikere ser ut til å holde seg oppe også etter at

arbeidsmarkedet for disse gruppene er svekket. Mange steder i landet vårt blir lønningene i offentlig virksomhet høyere enn det det lokale næringslivet har evne til å bære i dårligere tider.

Det kan se ut til at lønningene for funksjonærer først gis et påslag på linje med andre grupper, og at det deretter fastsettes individuelle tillegg for gode prestasjoner og verdiskaping. De samlede lønnstilleggene ser verken ut til å være tilpasset den situasjonen mange bedrifter nå er oppe i, eller den gode tilgangen på arbeidskraft. Systemet for å fastsette disse gruppernes lønninger kan være unødig kostnadsdrivende for bedriftene og de offentlige virksomhetene.

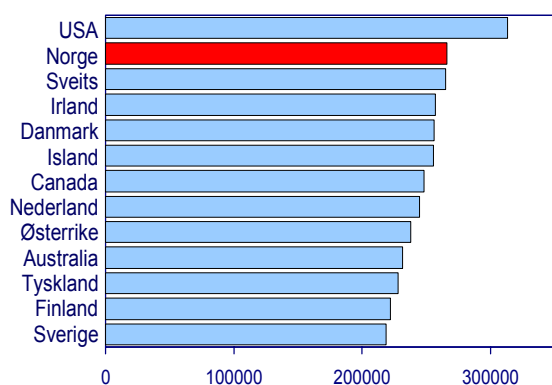
Fjoråret ga store forskjeller i lønnsveksten mellom ulike grupper. Det kan gi opphav til nye spenninger mellom grupper av arbeidstakere og tilløp til nye lønnsspiraler. Fordi det også ble avtalt betydelige tillegg med virkning fra 2003, blir lønnsveksten høy også i år, selv uten nye store tillegg. Det kan ta tid og koste næringslivet og offentlige virksomheter dyrt å nøste opp i de problemene fjorårets lønnsoppgjør skapte. Først et stykke ut i 2004 vil vi ha sikrere holdepunkter for hvor høy arbeidsledigheten vil bli i denne konjunkturbølgen.

Ett av verdens rikeste land?

Utviklingen i lønningene og husholdningenes optimisme og iver etter å ta opp nye lån kan være påvirket av Norges posisjon som eksportør av olje og gass. Risikoen for at arbeidsplasser kan gå tapt og ledigheten stige kan ha vært undervurdert. Pengestrømmen fra oljevirkomheten kan skape forestillinger om Norge som ett av verdens aller rikeste land.

Den store kontantstrømmen fra oljevirkomheten kommer til uttrykk i offisielle tall for inntektsnivåer. Målt etter brutto nasjonalprodukt per innbygger er Norge høyt oppe på statistikkene (fig. 13). Men disse tallene gir ikke et riktig bilde av verdiskapingen.

Figur 13. BNP pr. innbygger i 2000
Norske kroner – kjøpekraftsparitet



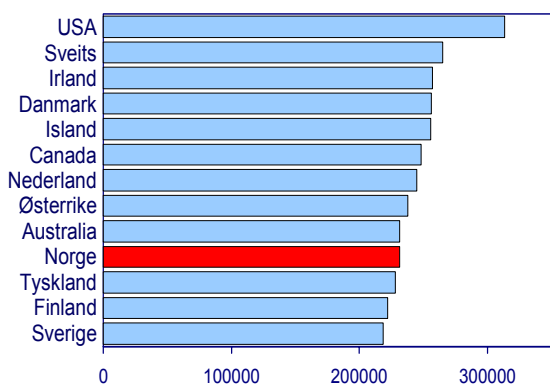
Kilde: OECD og Norges Bank

Søylene viser BNP pr innbygger i 2000, justert for forskjeller i kjøpekraft. Inntekten er omregnet til norske kroner ved bruk av gjennomsnittlig kurs for NOK/USD i 2000.

I beregninger av brutto nasjonalprodukt og nasjonalinntekt måles kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten som all annen inntekt. Det at vi pumper olje og gass opp fra havbunnen, regnes på lik linje med all annen produksjon. Dette overvurderer Norges inntekter. Olje og gass er en formue under havbunnen. Når oljen og gassen selges, flytter vi formuen til plasseringer i utlandet. Denne transaksjonen gir oss ikke i seg selv inntekter, selv om nasjonalregnskapene måler den slik. Inntektene tilsvarer ikke hele kontantstrømmen, bare avkastningen av formuen.

Vi får et mer dekkende bilde av våre inntekter når BNP justeres for omplussingen av formue fra petroleum til finansinvesteringer i utlandet. For å beregne avkastningen kan vi ta utgangspunkt i den såkalte "permanentinntekten" fra oljevirkomheten. Den omfatter avkastningen både av dagens petroleumsfond og av våre framtidige investeringer. I tillegg kommer verdien av arbeidsinnsatsen i oljesektoren.

Figur 14. Korrigert BNP pr. innbygger i 2000
Norske kroner – kjøpekraftsparitet



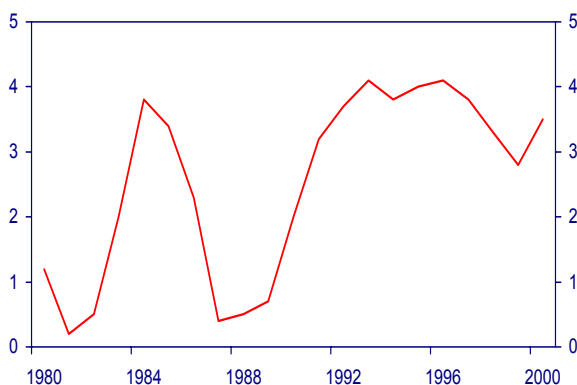
Kilde: OECD, Finansdepartementet og Norges Bank

Søylene viser BNP pr innbygger i 2000, justert for forskjeller i kjøpekraft. Inntekten er omregnet til norske kroner ved bruk av gjennomsnittlig kurs for NOK/USD i 2000.

Tallene for Norge er korrigert for at hele utvinningen av olje og gass regnes som produksjon i nasjonalregnskapet. I det korrigerte inntektsbegrepet er verdiskapingen i petroleumssektoren beregnet ut fra anslag på permanentinntekten og lønnskostnadene i sektoren. Korrigert inntektsbegrep er beregnet som:

- BNP
- nettoproduktet fra petroleumssektoren
 - + lønnskostnader i petroleumssektoren
 - + permanentinntekten fra petroleumssektoren.

Figur 15. Produktivitet i privat tjenesteyting
Årlig vekst i prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Produktiviteten er målt som bruttoprodukt pr. timeverk. I beregningene er det benyttet nasjonalregnskapstall for utførte timeverk og volumvekst i bruttoprodukt i basisverdi fordelt på hovednæringer.

Privat tjenesteyting er her definert som *Fastlands-Norge* utenom industri, bergverk, boligjenester, kraftforsyning, vannforsyning, offentlig forvaltningsvirksomhet, jordbruk og skogbruk, fiske, fangst og fiskeoppdrett.

Figuren viser tre års glidende gjennomsnitt av årlige vekstrater (sentrert).

Med et slikt mer dekkende bilde har Norge ikke et spesielt høyt inntektsnivå (fig. 14). Våre inntekter er omtrent på linje med nivået i andre vestlige land som Australia og Tyskland, mens verdiskapingen i for eksempel Canada og Danmark er vesentlig høyere.

Norges inntekter skapes av vårt arbeid. Inntektene vokste uvanlig mye på 1990-tallet. Bak denne veksten lå kraftige forbedringer i produktiviteten, i tillegg til en sterk økning i sysselsettingen. Foruten store teknologiske gjennombrudd i vår petroleumsnæring, var produktivtetsveksten i privat tjenesteyting spesielt høy – og særlig i varehandelen, i finansiell tjenesteyting og i tele og post (fig. 15). I varehandelen bidro de landsdekkende kjedene til økt effektivitet. Ny teknologi og bedre tjenester ga finansnæringen et løft. Tele og post ble vanlig næringsdrift.

Flere forhold lå til rette på 1990-tallet. Lønnsveksten var lenge moderat, og rentene var lave. Bankene gjenvant kraft etter bankkrisen. Skattereformen stimulerte nyskaping og arbeid. Ny organisering av statens forretningsdrift bidro til effektivitet og verdiskaping. Det skal godt gjøres å oppnå like store gevinster i dette tiåret.

Trolig er det innenfor de offentlige tjenestene vi nå finner det største potensialet for nye og store forbedringer. Norge bruker svært mye ressurser på skole og utdanning sammenliknet med andre land. Det er også godt dokumentert at potensialet for økt effektivitet er stort i den offentlige administrasjonen, og særlig i kommunene. Ny organisering av helseforetakene gir løfte om økt effektivitet. Like fullt er de organisatoriske utfordringene vesentlig større her enn de var for Telenor og Posten. I helseforetakene får pasienten dekket regningen av staten, og konkurransen er – av naturlige årsaker – sterkt begrenset. Her kreves derfor andre virkemidler for å fremme effektivitet. Foretakene må over tid ha rimelig mulighet til å gi publikum et godt tilbud. Det er nok samtidig ganske krevende for staten å sette rammer som virksomhetene og deres ansatte oppfatter som bindende og troverdige. Det er derfor trolig en særlig utfordring å få foretakene til å søke de mest effektive løsningene.

Er det fornuftig å investere i aksjer?

Kontantstrømmen fra oljevirkosomheten til statskassen førte i fjor til et overskudd i statens finanser – slik det måles – på nær 10 prosent av BNP. Gjennom Petroleumsfondet plasserer staten dette beløpet i utlandet. Det gir kapitalutgang og overskudd i utenriksøkonomien. Staten bygger opp fordringer, men også forpliktelser gjennom trygdesystemet. Selv om en stor del av oljepengene blir satt av, ser det ut til at staten på lang sikt

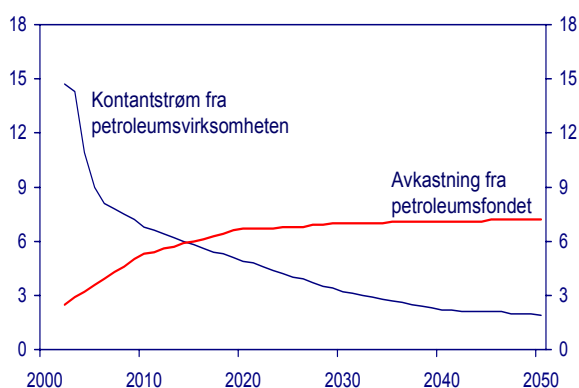
minst må opprettholde skatte- og avgiftsnivået for å kunne dekke forpliktelsene.

Oljepengene gir i utgangspunktet en stor valutainngang til Norge. Hadde vi brukt disse pengene innenlands, måtte valutaen veksles om til kroner. Den etterspørselen det ville gitt etter kroner, hadde ført til et ekstra kraftig løft i kronekursen. Kapitalutgangen gjennom Petroleumsfondet bidrar til å holde kronekursen nede. Når produksjonen av olje og gass nå er nær toppen, har Norge – og må Norge ha – et betydelig overskudd i utenriksøkonomien.

Avkastningen fra Petroleumsfondet vil i noen grad erstatte fallet i oljeinntektene i årene framover. Om rundt 15 år kan avkastningen fra fondet bli større enn kontantstrømmen fra oljevirksomheten (fig. 16). Fra da av kan Norges posisjon som internasjonal investor overskygge vår posisjon som

produsent av olje og gass. Opp- og nedturene i kapitalmarkedene kan komme til å bety mer for statens finanser enn svingningene i oljeprisen.

Figur 16. Fra olje til fond
Prosent av BNP for Fastlands-Norge



Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Figuren viser anslag for netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten og realavkastningen fra Petroleumsfondet.

Vi er nå inne i en fase der oljeformuen omplasseres til investeringer ute og hjemme. Norge er – og må være – en internasjonal investor. Investeringene må plasseres i utlandet for å bevare oljeformuen og opprettholde et bredt næringsliv. Det vil også gjelde dersom vi i framtiden skulle velge å organisere vårt pensjonssystem på en annen måte, med større grad av fondering i offentlig eller privat regi. Hensynet til å spre risiko taler også for å plassere midlene i utlandet. Staten er allerede en dominerende eier i mange av våre største selskaper. Statens framtidige skatteinntekter avhenger også i stor grad av vekstevnen til norsk økonomi.

Den sikreste plasseringen en privatperson eller en liten bedrift kan gjøre, er å sette pengene i banken.

Avkastningen på bankinnskudd kan være liten, men for mindre beløp er den trygg. Men staten kan ikke sikre seg

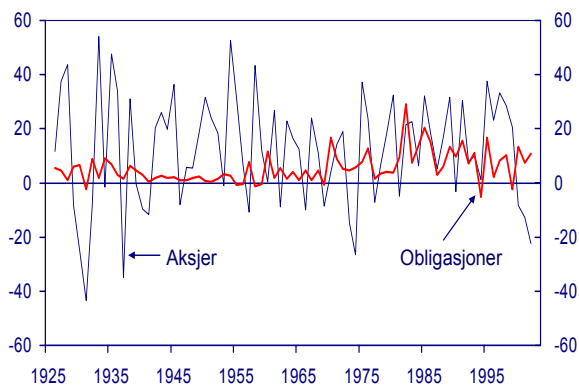
ved å plassere flere titalls milliarder kroner i bankinnskudd. Den kan investere i to hovedtyper av kapital: obligasjoner og aksjer. Internasjonalt er markedet for obligasjoner omtrent like stort som aksjemarkedet.

I utgangspunktet framstår statsobligasjoner som en relativt sikker investering, men avkastningen er lav. For tiden er de langsiktige rentene i USA og Europa rundt 4 prosent. For en ny investering gir det en realavkastning i størrelse 1½-2 prosent i året. Til sammenlikning bygger myndighetene sitt uttak av oljepenger til bruk over statsbudsjettet på at fondet kan oppnå en langsiktig realavkastning på 4 prosent. Det er ikke sannsynlig at avkastningen kan bli så høy dersom vi bare investerer i obligasjoner.

På lang sikt kan det dessuten være risiko knyttet selv til investeringer i statsobligasjoner. Dette har også den norske staten erfart. Statens reservefond – som ble opprettet i 1904 – tapte store deler av sin kapital under første verdenskrig på investeringer i tyske og franske statsobligasjoner².

² For en nærmere omtale vises til Hylland (1991): ”Statens Reservefond – et forsøk fra politikerne på å binde sin egen handlefrihet?” Upublisert notat, Universitetet i Oslo.

Figur 17. Årlig avkastning i USA
Prosent



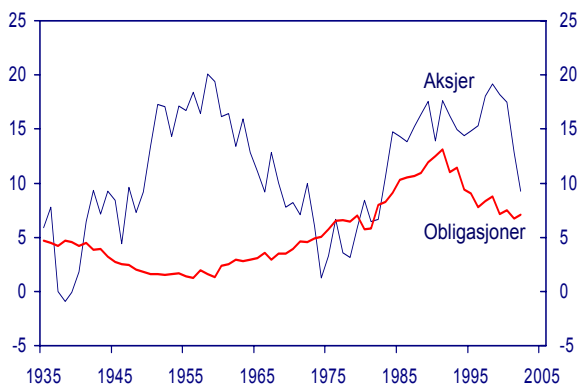
Kilde: Ibbotson Associates og Datastream

Figuren viser årlig avkastning for amerikanske aksjer (S&P Composite Index) og statsobligasjoner med 5 års løpetid.

Å kjøpe en obligasjon er å gi lån til andre. Å kjøpe aksjer er en investering i realverdier. Når vi kjøper aksjer, får vi direkte eiendomsrett til produksjonsmidlene i verdens næringsliv. Denne eiendomsretten gir mye tilbake når bedriftene går godt, men har sitt motstykke i at aksjonærer er de første som tar tap når bedrifter går over ende. Avkastningen på aksjer svinger derfor mye mer enn på obligasjoner (fig. 17). Det gjenspeiler den høyere risikoen. Gjennom de siste 75 årene har avkastningen på aksjer vært negativ nesten hvert tredje år i det amerikanske markedet.

En investor vil bare investere med høy risiko hvis det er rimelig å regne med en kompensasjon for risikoen. Motstykket til den høye risikoen i aksjemarkedet er derfor en langt høyere gjennomsnittlig avkastning enn for obligasjoner. Siden 1926 har forskjellen i gjennomsnitt vært 4,8 prosentpoeng.

Figur 18. Gjennomsnittlig avkastning i USA
Rullerende 10-års perioder. Prosent



Kilde: Ibbotson Associates og Datastream

Figuren viser avkastningen over rullende 10-års perioder for amerikanske aksjer (S&P Composite Index) og statsobligasjoner med 5 års løpetid. Rullende 10-års perioder betyr at figuren for hvert år viser den gjennomsnittlige, årlige avkastningen av en investering i aksjer eller obligasjoner gjort ti år tidligere. Gjennomsnittlig årlig avkastning for obligasjoner i hele perioden var 5,4 prosent. Gjennomsnittlig årlig avkastning for aksjer var 10,2 prosent.

Også i de fleste tiårsperioder har det lønnet seg å investere i aksjer i USA (fig. 18). Unntakene er depresjonen i 1930-årene og siste halvdel av 1970-årene. Bare for årene mellom 1928 og 1938 – altså for investeringer i aksjer året før det store børskrakket – har aksjer gitt negativ avkastning etter ti år. Det kan også være verd å merke seg at kjøp av aksjer i nedgangstider – som i midten av 1930-årene og i midten av 1970-årene – gav solid forrentning ti år senere. Dette bildet er det samme også for de fleste andre land.

Siden de kortsiktige svingningene i aksjekursene er vanskelige å forutsi, kan en fornuftig strategi være å holde andelen av aksjer konstant over tid. Med en slik strategi vil en kjøpe særlig mye aksjer når aksjekursene er lave, og kjøpe mindre – eventuelt selge – når aksjekursene er høye. Det er en slik strategi som ligger til grunn for forvaltningen av Petroleumsfondet.

Optimisme og pessimisme, tro og tvil påvirker prisen på aksjer. Noen ganger er markedet preget av optimisme og tro på framtiden. Da kan aksjene være dyre. Andre ganger er markedet preget av pessimisme og frykt. Da kan aksjer være billige. Den faktiske inntektsstrømmen fra aksjer – det utbyttet aksjer gir – er mer avhengig av hvordan verdensøkonomien utvikler seg over tid. Det er

en langt mer stabil størrelse enn kursene. Når vi i tillegg investerer en god del av midlene i obligasjoner, sprer vi risikoen ytterligere.

Et spørsmål er likevel om vi nå er inne i en lang periode med meget lav eller negativ avkastning på investeringer i verdens næringsliv. Det må i så fall gjenspeile uvanlig liten vekstkraft i verdensøkonomien, for eksempel som i 1930-årene.

Det er lite vi kan gjøre for å oppnå høy avkastning på investeringer hvis det er svak utvikling i verdiskapingen i verden. Heller ikke investeringer i vårt eget næringsliv – eller for den saks skyld investeringer i langsiktige obligasjoner eller infrastruktur – ville da gi særlig mye igjen. Selv i en økonomi som vokser lite, kan vi i utgangspunktet vente å få betalt for å ta risiko.

Verdens næringsliv må i lengden være lønnsomt. Det må bety at investeringer i aksjer på lang sikt kan gi god avkastning sammenliknet med andre alternativer.

Dersom utsiktene til å oppnå avkastning skulle være svekket, er et annet spørsmål om vi bør spare mindre og heller bruke mer nå. Gode grunner taler for å holde spareandelen oppe, fordi det vil bli enda mer krevende å finansiere framtidige pensjoner under eldrebølgen hvis verdiskapingen stagnerer.

Avslutning

Verdensøkonomien er i ulage. Opp- og nedturene i kapitalmarkedene slår kraftig ut i verdien på den formuen staten bygger opp. Det skal likevel mye til at investeringer i verdens næringsliv ikke skal lønne seg i lengden, og med en god del av formuen i obligasjoner er risikoen spredt.

Det skal godt gjøres å oppnå like store forbedringer i produktiviteten som på 1990-tallet. Næringslivet i Norge preges av press på lønnsomheten, et høyt kostnadsnivå og fall i investeringene. Veksten i reallønningene er langt høyere enn den underliggende veksten i produktiviteten. Derfor øker arbeidsledigheten. Bedrifter og virksomheter må tilpasse arbeidsstokken slik at lønnsomheten holdes oppe, eller legge ned eller flytte produksjonen.

Inflasjonsmålet er rammen for hvordan pengepolitikken bidrar til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Til tross for den høye veksten i lønningene har den sterke kronen holdt inflasjonen lav. Stagnasjonen ute har bidratt til at utsiktene for inflasjonen her hjemme har endret seg de siste månedene. Pengepolitikken er stram gjennom den sterke kronen. Det ligger an til gradvise lettelser i pengepolitikken.

Så lenge inflasjonen holdes lav og stabil, kan det ikke være vesentlige utslag i kronekursen uten at det får konsekvenser for næringslivet. Derfor vil det være en tendens til at kursen vender tilbake mot utgangspunktet. Renteforskjellen mellom Norge og utlandet har gitt en sterk krone. Den store renteforskjellen skyldes at rentene i utlandet er historisk lave. Hvis verdensøkonomien stagnerer lenge og kronen holder seg sterk, vil en klart lavere rente være egnet til å svekke kronen og dempe utslagene i Norge. Å slippe opp i offentlige budsjetter ville derimot låse inn den sterke kronen.