

Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Hermod Skånland på Norges Banks representantskapsmøte 15. februar 1990

Ved overgangen til et nytt ti-år er det naturlig at man ser seg tilbake og vurderer hvilke lærdommer der kan være å hente fra det ti-året som gikk. Internasjonal økonomi har klart seg bedre enn vi fryktet tidligere på 80-tallet, og jeg skal forsøke å trekke fram noen av de faktorer som kan forklare det. For vår egen del får vi tro at vi har gått mer fram i klokskap enn i rikdom, og det kan være grunn til å se nærmere på hvilke erfaringer både andre og vi selv har vunnet som vi kan dra nytte av i tiden som kommer.

I et bredere politisk perspektiv har vi nok en sterk opplevelse at vi ved dette tiårsskiftet også står overfor et tidsskille. Likevel skal jeg ikke her i årstalen prøve å dekke de nye markedsøkonomiske perspektiver utviklingen stiller oss overfor, og selvsagt enda mindre de utenrikspolitiske. Det ligger bankens eget fagområde nærmere at vi går inn i det nye ti-året med en situasjon på arbeidsmarkedet som ikke lenger skiller seg så sterkt fra hva man ellers finner i de vest-europeiske land. Jeg håper å kunne gi et bidrag til erkjennelsen av hvor krevende det er å finne en løsning på dette problemet, selv på et lavere ambisjonsnivå enn vi hittil har villet godta. Det betyr ikke at oppgaven er håpløs. Tvert imot skal jeg prøve å peke på enkelte områder der løsningen må søkes.

Fra slutten av 1986 har vi ført en pengepolitikk som først ga et stigende rentenivå, deretter et fallende og siden sommeren en ny stigning i rentene. Siden vi nå har vært igjennom alle fasene, kan det være grunn til et tilbakeblikk på grunnlaget for denne politikken og på våre erfaringer.

Gjennom 1980-årene har statlig fordringsøkning bidratt til å finansiere det øvrige samfunns kjøp av varer og tjenester. Ved overgangen til 90-årene er dette forholdet i ferd med å snu. Det reiser perspektiver som det er nødvendig å ta stilling til, ikke minst på sentralbankens ansvarsområde.

Jeg skal avslutte med noen tanker om konjunktur og struktur, handlefrihet og normer.

Bedre enn ventet i industrilandene

Oppgangen i internasjonal økonomi er nå inne i sitt åttende år. Ut fra historisk erfaring er dette ganske lenge, og det har ikke manglet på spådommer om at den ville bryte sammen. Jeg har selv levert noen av dem. Men fortsatt er det mange positive trekk som tilsier at oppgangen kan vare ved den nærmeste tiden fremover.

- Tidligere har gjerne en ekspansjon blitt avbrutt av de mottiltak som prisstigningen har tvunget fram. Denne gangen ser det ut til at troen på at prisstigningen er brakt under kontroll er mer fremtredende enn tidligere, og dette demper kostnadsveksten. I tillegg synes de pengepolitiske myndigheter i de toneangivende land å være innstilt på å handle raskt ved tendenser til forsterket inflasjon.

- Det er nå investeringene som leder oppgangen, og de tar mer sikte på å øke kapasiteten enn på å erstatte dyr arbeidskraft. Dermed reduseres faren for at flaskehalsen skal skape prispress, og arbeidsledigheten kan gradvis bringes nedover.
- Prosessen fram mot EFs indre marked ser allerede ut til å ha stimulert aktivitetsnivået, og åpningen av grensene mot Øst-Europa kan ventes å ha en liknende virkning. Dessuten gir en omlegging av det økonomiske system i disse landene store muligheter for økonomisk fremgang, men enda er det usikkert hvor store overgangsproblemene vil bli og hvilke tilbakeslag de kan oppleve på veien.

Det er på den annen side nok av faktorer som kan balansere dette positive bildet. Der er ingen løsning i sikte på ulikevekten i de internasjonale betalingsstrømmer. Prisstigningen er fortsatt på et nivå som det ikke er noen grunn til at man skal akseptere. Og de gjeldstyngede utviklingsland opplever lite av industrilandenenes fremgang. Vi må heller ikke glemme at den vekst man gleder seg over, tross alt er moderat sammenliknet med tiden før den første oljeprisøkningen, men i et lengre perspektiv var det vel heller denne perioden som representerte unntaket.

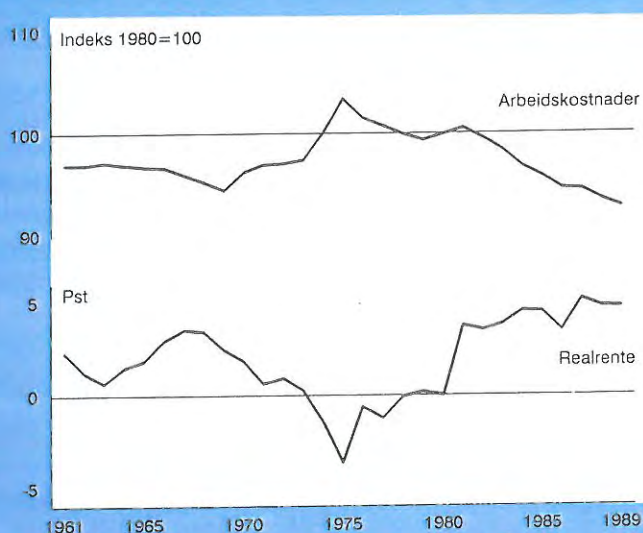
Alt i alt synes likevel balansen mellom positive og negative faktorer den nærmeste tiden fremover å gå mer i retning av de første enn den har pleid å gjøre. La oss derfor i stedet vende blikket bakover og se om vi kan finne noen allmenne trekk fra den forholdsvis vellykkede tilpasningsperiode de industrialiserte land har vært igjennom i 1980-årene. For vårt eget vedkommende innebar stigende oljeinntekter at vi lenge kunne utsette vår tilpasning. De siste tre-fire årene har også vi måttet legge om, men enda står det så mye igjen at vi kan dra nytte av andre lands erfaringer.

Mot slutten av 1970-årene skjedde det i mange land en nyorientering av politikken i retning av å legge hovedvekten på de langsiktige mål. Troen på at man kunne finstyre utviklingen var klart svekket av de foregående års kombinasjon av inflasjon, tilbakeslag og underskudd i utenriksøkonomien. I stedet la man vekt på å få ned inflasjonen og dermed også inflasjonsforventningene. I den første fasen var det pengepolitikken som fikk ta det vesentlige av belastningen. Senere har en styrking av finanspolitikken også gitt sitt bidrag. Denne prosessen er dels et resultat av selve oppgangen, men også av sterk tilbakeholdenhet med hensyn til offentlige utgifter. Flere land, ikke minst våre nærmeste naboer, har over kort tid gjennomført imponerende omlegginger i sin budsjettpolitikk.

Politikken medførte en markert stigning i realrentene, som følge både av høyere nominelt rentenivå og lavere prisstigning. Den førte også til en betydelig økning i arbeidsledigheten og til en begrensning av reallønningene slik at disse økte mindre enn produktiviteten. Forholdet mellom kapital- og arbeidskostnader ble dermed forskjøvet i retning av at arbeidskraften er blitt relativt billigere. Etter hvert har dette ført til at det blir etterspurt mer arbeidskraft, og det høye ledighetsnivået i Europa har de siste årene endelig begynt å avta. Produktivets- og lønnsutviklingen har også gitt en bedring i fortjenestenivået som har vært en forutsetning for den investeringsøkning som jeg allerede nevnte.

Omtrent samtidig som denne omleggingen i makro-politikken fant sted, begynte man å legge mer vekt på strukturpolitikk, særlig gjennom tiltak for økt konkurranse og riktigere rammebetingelser. De pågående GATT-forhandlin-

Figur 1.
Arbeidskraft- og kapitalkostnader i EF 1961--89



På 70-tallet økte den reelle kostnaden ved bruk av arbeidskraft (reelle arbeidskraftkostnader pr. produsert enhet), mens den reelle prisen på bruk av kapital, her målt ved den langsiktige realrenten, falt. Dette førte til lavere fortjeneste i næringslivet og reduserte investeringer, samtidig som de investeringene som ble gjennomført, i stor grad gikk med til å erstatte den dyre arbeidskraften med billig kapital. Etter hvert økte arbeidsledigheten kraftig. På 80-tallet er denne dreiningen i den relative prisen mellom kapital og arbeidskraft reversert. Resultatet er økt fortjeneste, økte investeringer, sterkere vekst og redusert arbeidsledighet.

Kilde: EF-Kommisjonen.

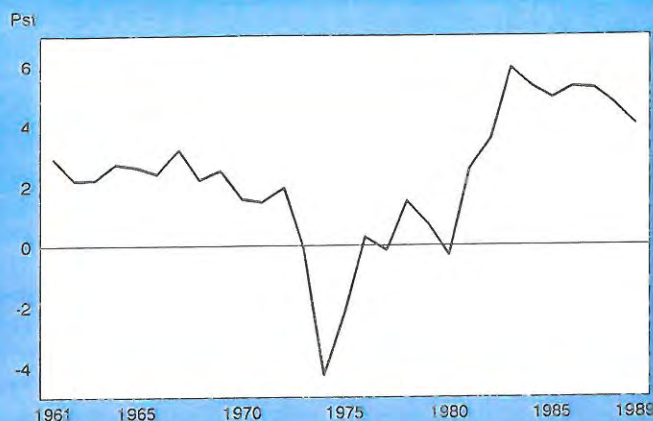
ger og EFs indre marked er eksempler på det første, mens skattereformene som mange land har gjennomført eller arbeider med, er eksempler på det siste. Disse går generelt i retning av bredere skattebaser og lavere marginalsatser. Ofte gir dette også bedre fordelingsmessige resultater, men det er effektivisering og ikke fordeling som er siktepunktet for reformene.

Likevel står det mye igjen å gjøre i strukturpolitikken. Forsatt må det føres en vedvarende kamp mot nye handelshindringer. Industrielandenes landbrukspolitikker virker fordyrende for dem selv og holder utviklingslandenes produkter ute. I arbeidsmarkedet er lønnsdannelsen gjennomgående lite fleksibel og setter stengsler for mindre konkurransedyktig arbeidskraft. Men også på disse områdene går utviklingen i retning av sterkere markedsorientering, selv om det skjer under motstand fra de etablerte interessegruppene.

En tillitsskapende politikk

I tillegg til at politikken har gitt direkte resultater, har den påvirket forventningene. Både arbeidstakere og bedrifter har fått større tillit til en noenlunde

Figur 2.
Langsiktig realrente i OECD-landene 1961–89



Realrenten falt kraftig på 70-tallet og var i perioder klart negativ. Høyere prisstigning som fulgte oljeprisøkningene, ble ikke motsvart av tilsvarende økning i de nominelle renter. På begynnelsen av 80-tallet ble pengepolitikken strammet til. Den nominelle renten økte, og prisstigningen ble redusert. Begge deler bidro til en kraftig økning i realrenten, som senere er blitt liggende på et høyt nivå. Realrenten er her målt ved nominelle langsiktige statsobligasjonsrenter deflatert med konsumprisindeksen. På grunn av manglende data omfatter ikke beregningen samtlige OECD-land. De landene som er med, utgjør vel 90 prosent av OECDs samlede BNP.

Kilde: OECD

stabil prisutvikling. I Vest-Europa regnes det ikke med at valutakursene vil bli brukt for å rette opp en sviktende konkurransevne, og også mellom de internasjonale hovedvalutaer er der tro på en rimelig grad av kursstabilitet. I penge- og kapitalmarkedet har denne tillit gitt seg uttrykk i at de lange rentene har vært relativt stabile også når de korte rentene økte ganske kraftig. Markedene har hatt tro på at de pengepolitiske myndigheter ville kunne mestre inflasjonen. I den seneste tid har det kommet foruroligende tegn på at denne tillit kan være i ferd med å svikte.

Troen på stabilitet ser ut til å være viktigere for det økonomiske klima enn tiltak fra myndighetenes side for å påvirke etterspørselen. Nå er vår kunnskap om hva som styrer investeringsutviklingen mangelfull, men det har vært en utbredt oppfatning at rentenivået var viktig. Det er derfor verdt å merke seg at de siste års investeringsboom skjer til tross for et historisk sett høyt realrentenivå. Og vi har sett en økning i privat forbruk selv om både finanspolitiske tilstramninger og et høyt rentenivå skulle trekke i motsatt retning.

Nå må vi vakte oss for å gjøre den feil at vi erstatter tidligere usikre forklaringsfaktorer med et nytt begrep som kan brukes til å forklare mye fordi det selv er uklart. Om vi sier at tillit er viktig, gjenstår det enda å utforme dette til en

politikk som også vil tåle påkjenninger på økonomien som vi i dag ikke forutser. En eventuell ny og sterk prisstigning på olje eller et nytt børskrakk kan lett stille krav til myndighetene om mer kortsiktige tiltak. I internasjonal økonomisk politikk og i det samarbeid mellom landene som er utviklet på dette område, har likevel avveiningen gått klart i retning av å tone ned konjunkturpolitikken til fordel for en mer langsiktig stabilitet. Så langt kan det virke som denne tyngdeforskyvningen faktisk også har dempet konjunkturutslagene. Selv om vi ikke kan stole på dette som en ny lovmessighet, ser det ut til at omleggingen i selve den økonomiske tenkemåte er så pass grunnleggende at den vil holde stand også overfor mindre gunstige konjunkturer enn vi har opplevd gjennom det meste av 1980-årene. Det kan gi oss grunn til å nære en behersket optimisme på den internasjonale økonomis vegne ved inngangen til 90-årene.

Overskudd og ledighet

På vår hjemlige arena brakte fjoråret to nye trekk i det økonomiske bildet:

- Underskuddet i utenriksøkonomien ble snudd til et overskudd, og
- tallet på arbeidsledige la seg på et uvant høyt nivå.

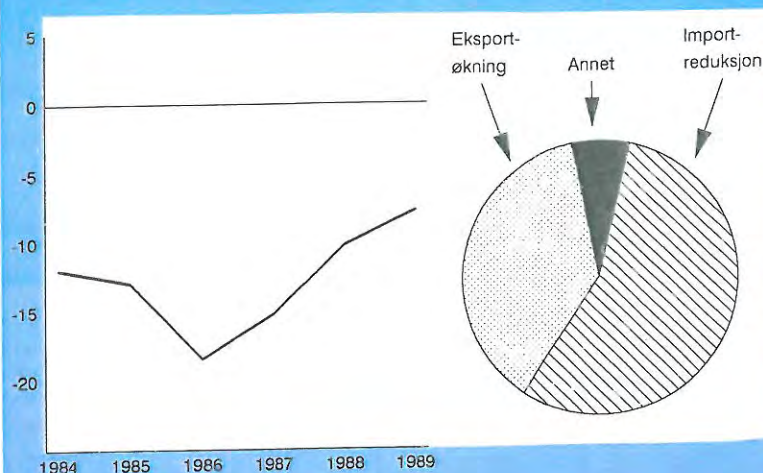
Etter rekordunderskuddet i 1986 måtte det komme et ganske sterkt omslag, siden den innenlandske etterspørsel var drevet så høyt opp at den ikke kunne annet enn å avta, selv uten tilstramningstiltak. Vi får kanskje derfor et riktigere bilde om vi tar utgangspunkt i det siste året som lå noenlunde på trendlinjen med hensyn til etterspørsel, nemlig 1984. Selv da er bedringen i utenriksøkonomien fram til 1989 påtakelig, med en styrking av driftsbalansen utenom olje og skip på godt over 4 prosent av bruttonasjonalproduktet, hvorav brorparten faller på importen. Dette ville brakt oss nesten tilbake til balanse, utenom skipene, i 1989, selv om verdien av olje- og gasseksporten hadde vært like lav som året før. Men det var økningen i oljeeksporten dette året som løftet oss over kneiken.

Vi får ikke til en slik styrking av utenriksøkonomien på kort sikt uten at den innenlandske etterspørsel begrenses. Det er nødvendig først og fremst for å redusere importen, men også for at mer av vår produksjon skal bli disponibel for eksport. Heldigvis var etterspørselen internasjonalt i god vekst da tilstramningen fant sted, noe som uvilksomt har hjulpet oss. Mot denne bakgrunn er egentlig ikke eksportøkningen så bemerkelsesverdig. Vi har bare så vidt opprettholdt våre markedsandeler de siste årene og har ikke klart å utnytte den høye kapasitetsutnyttningen ute til å erobre nye. På den annen side hadde en knapt rett til å vente mer når vårt relative kostnadsnivå fortsatte å svekkes like til det siste året.

Den økte eksporten tok ikke opp noen ny arbeidskraft, og nedgangen i innenlandsk etterspørsel rettet seg naturligvis også mot norsk produksjon. Det kunne derfor ikke unngås at styrkingen av utenriksøkonomien ble fulgt av en øking i ledigheten. Arbeidstidsforkortelsen i 1987 forsinket prosessen, men da den kom i gang, steg ledigheten til gjengjeld meget raskt fra høsten 1988 og til den synes å ha stabilisert seg på det nye og høyere nivå i løpet av fjoråret.

Det er forståelig at dette ble en sjokkartet opplevelse for mange. I forhold til resten av Europa har ledigheten hos oss vært bemerkelsesverdig lav. Mens

Figur 3.
Driftsbalansen uten olje og skip som andel av BNP
1984 – 89



Ser en perioden 1984 – 1989 under ett, har driftsunderskuddet utenom olje og skip som andel av bruttonasjonalproduktet blitt redusert med 4,3 prosentpoeng. I første del av perioden økte underskuddet kraftig. Dette er altså blitt mer enn oppveid av utviklingen etter 1986. Kakediagrammet viser hvordan bedringen for hele perioden under ett fordeles seg på redusert import og økt eksport av tradisjonelle varer og andre faktorer. Nedgangen i innenlandsk etterspørsel har redusert importen samtidig som høy internasjonal vekst og gode eksportpriser har ført til økt eksport.

Kilde: Norges Bank.

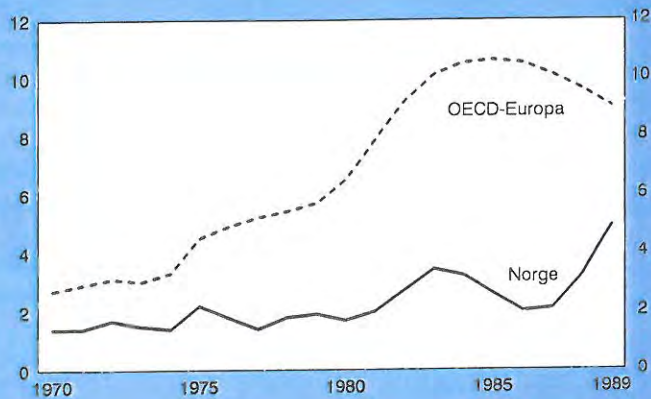
den i mange andre land har ligget over 10 prosent, kunne vi det meste av tiden glede oss over at bare rundt 2 prosent av arbeidsstyrken var ledige. Etter hvert ble det en utbredt oppfatning dels at vi var flinkere enn andre land til å innrette oss, dels at vi prioriterte annerledes enn andre. Vi tok heller en dose inflasjon nå og da, når vi bare kunne klare å holde ledigheten unna våre grenser.

Vi taper en formue

Forklaringen var imidlertid en annen. Det er velkjent at man alltid kan holde en høy etterspørsel ved å bruke mer enn man tjener. Det kan gjøres både av husholdninger og nasjoner. Men det er like velkjent at dette går bare for en tid. Man kan ikke bare fortsette å øke gjelden. Snart må man igjen innrette seg innenfor sine løpende inntekter som nå også skal betjene en tyngende gjeld. Også dette har både husholdninger og nasjoner smertelig erfart.

Har man i utgangspunktet en formue å trekke på, kan man holde det gående noe lenger, men heller ikke da gir det noen varig løsning å bruke mer enn man tjener.

Figur 4.
Arbeidsledighet i Norge og OECD-Europa 1970–89. Pro-
sent av arbeidsstyrken



I forhold til resten av Europa har ledigheten i Norge lenge vært bemerkelsesverdig lav. I 1986, da forskjellen var på sitt høyeste, var ledigheten i OECD-Europa 10,5 prosent, mens den i Norge var 2 prosent ifølge Arbeidskraftundersøkelsen fra Statistisk sentralbyrå. Svekkelsen av arbeidsmarkedet gjennom 1988 og 1989 har brakt ledigheten opp i 4,9 prosent i Norge. Samtidig har den gunstige utviklingen i OECD-Europa redusert ledigheten med vel 1 prosentpoeng til 9 prosent.

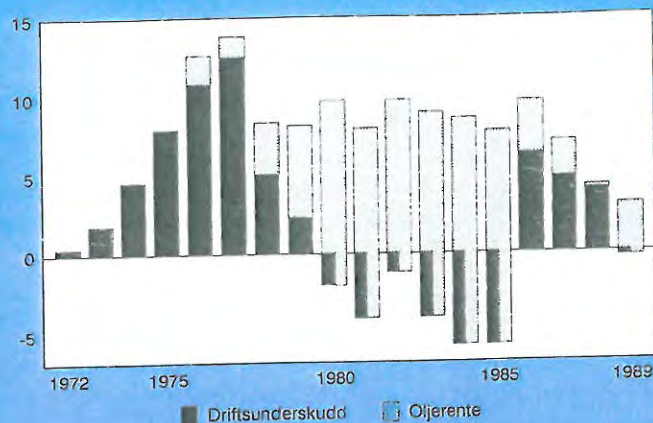
Kilde: OECD og Statistisk sentralbyrå.

For Norge er det særlig viktig at vi i våre ikke fornybare energireserver har en latent formue. De fleste ikke fornybare naturressurser får en pris som mer eller mindre svarer til hva det koster å utvinne dem. Sammenliknet med disse står olje og gass i en særstilling ved at markedsforholdene er slik at prisen blir holdt høyere enn godtgjørelse til arbeid og kapital skulle tilsi. Denne merverdien har Statistisk Sentralbyrå kalt «oljerente». Det er denne som representerer en formue for Norge som vi kan trekke på for kjøp av andre varer og tjenester enn de som kreves for å utvinne olje og gass. Vi kjenner ikke størrelsen på den, men når vi bruker av den står den ikke lenger til disposisjon for fremtiden. Vi bruker av en formue.

Summen av netto opplåning fra utlandet og oljerente, eventuelt oljerente fratrukket netto fordringsøkning overfor utlandet, har jeg her kalt formuestapping. At det finner sted formuestapping, er ikke til hinder for at vi samtidig bygger opp formue i form av realkapital, slik vi alltid har gjort. Noen vil også regne det som formuesøkning når fremtidig inntekt rykker nærmere i tid. Det kan vi i denne sammenheng se bort fra. Figuren viser hvor stor del av vår bruk av varer og tjenester som gjennom de siste 20 år har vært finansiert av slik formuestapping.

Vi ser at etter hvert ble 8–10 prosent av det vi brukte dekket på denne måten. Det ga oss muligheter for å holde et høyt aktivitetsnivå og unngå den ledighet andre land opplevde. I annen halvdel av 1970-årene krevde det at vi tappet stadig mer av vår formue, i hovedsaken ved å ta opp lån i utlandet.

Figur 5.
Formuestapping i prosent av innenlandsk bruk av varer og tjenester 1972–89



Fra midten av 1970-årene er etterspørselen i Norge holdt oppe ved at vi har trukket på formuen. For Norge er det særlig viktig at våre ikke-fornybare energiresurser, olje og gass, har gitt en merverdi utover vanlig godtgjørelse til arbeid og kapital, oljerente. Formuestapping er her definert som summen av denne oljerenten og nettoopplåning i utlandet (driftsunderskudd). I perioden 1976–87 utgjorde formuestappingen i gjennomsnitt 9½ prosent av den innenlandske etterspørselen. I første halvdel av 1980-årene og i 1989 var formuestappingen mindre enn oljerenten fordi vi hadde overskudd på driftsbalansen overfor utlandet.

Kilde: Norges Bank.

Da vi forsøkte å begrense tappingen, økte etter hvert ledigheten tidlig på 80-tallet. Derfor tillot vi en ny økning, som for øvrig gikk lenger enn hensynet til sysselsettingen krevde, og derfor slo ut i forsterket lønns- og prispress.

Fallet i oljeprisen rundt årsskiftet 1985/86 ga en nedgang i oljerenten av en slik størrelse at den i lengden ikke kunne erstattes av opplåning. Derfor måtte også formuestappingen reduseres over få år, slik at den nå ligger under halvparten av hva den var i 1980-årene. Fordi den høye sysselsettingen var basert på muligheten av kontinuerlig formuestapping, måtte det gi utslag i ledigheten når formuestappingen ble redusert. I diskusjonen om hvem som har hatt ansvaret for de høye ledighetstallene, kan det være verdt å holde fast ved denne sammenhengen.

For mange står det som et paradoks at vi skal ha ledighet samtidig som vi står overfor så mange uløste oppgaver. Forklaringen på dette paradokset ligger i det jeg her har påpekt. Ved den inntekt som full sysselsetting gir, retter mer av etterspørselen seg mot import enn hva vi kan betale for uten å gripe ganske dypt ned i vår oljeformue og betale med den. Strukturen i norsk økonomi har tilpasset seg formuestappingen og er blitt slik at full sysselsetting for tiden ikke er forenlig med den balanse i utenriksøkonomien som langsiktige hensyn krever.

Hvor lenge kan vi fortsette?

Dette er ikke til hinder for at den økning i innenlandsk etterspørsel som vi kan vente i tiden fremover, også kan gi en viss bedring på arbeidsmarkedet. Om dette forutsetter noen grad av formuestapping, taler sannsynligheten for at vi fortsatt vil kunne tåle det. Samtidig har vi erfart hvor usikre mulighetene på dette området er, og vi vet også at oljeproduksjonen vil ligge på sitt høyeste i 1990-årene og deretter gradvis avta. Det er derfor avgjørende viktig at vi i første omgang stabiliserer formuestappingen før vi etter hvert gjør oss uavhengig av den. Med rimelig bra priser burde vi kunne oppnå de overskudd i utenriksøkonomien som vi trenger for å avvikle vår nettogjeld overfor utlandet før petroleumsproduksjonen begynner å avta. Det foreslåtte petroleumsfond kunne her være til hjelp, forutsatt at det blir knyttet nettopp til denne langsiktige oppgaven.

Nødvendigheten av at vi ikke lar formuestappingen saldere vår økonomi understrekes av at kravene fra folketrygden vil øke nettopp i den tiden da oljeren ten kan ventes å vise et klart fall. Dette vil følge av forskyvninger i alderssammensetningen, selv om trygdens opptjeningsystem skulle bli ytterligere revidert. Det vil nok ikke gå verre enn at våre barn og barnebarn fortsatt vil forsørge sin far og sin mor. Men vi har vel et ønske om å stille oss slik at de også føler trang til å hedre dem.

Høy sysselsetting krever strukturpolitikk

En sysselsettingspolitikk som er basert på økning av den innenlandske etterspørsel, betyr altså økt formuestapping. Hvis vi avskjærer denne muligheten, må sysselsettingspolitikken gå ut på å endre strukturen i norsk økonomi, slik at vi kan øke våre markedsandeler, både på eksport- og hjemmemarkedene.

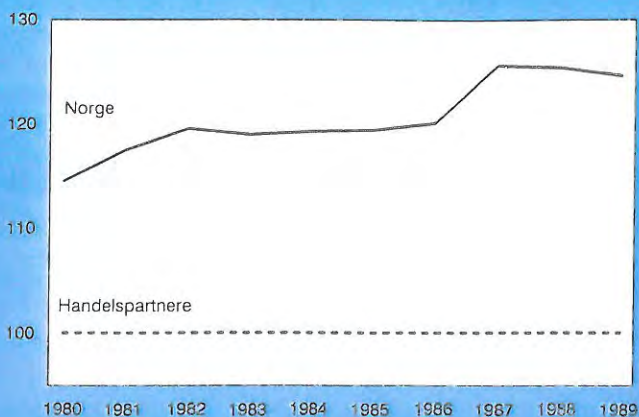
Å legge forholdene til rette for ny vekst på denne måten krever nødvendigvis mer tid enn å skape vekst ved økt etterspørsel. Noen offentlige millioner til spesielle vekststimulerende tiltak kan nok være en hjelp akkurat der de settes inn, men den internasjonale lærdommen er at veien til ny vekst går gjennom strukturpolitikk. Jeg har allerede nevnt en del fellestrekk:

- markedsorienterte konkurransevilkår
- skattemessig nøytralitet
- lav inflasjon
- politikk for langsiktig stabilitet

Elementene i strukturpolitikken blir bare i mindre grad utformet gjennom stats- og nasjonalbudsjettene, selv om størrelsen av den offentlige sektor og skatte- og avgiftssatsene i seg selv hører med blant rammebetingelsene. Vel så viktig er det likevel at man gjennom de mange vedtak som treffes i løpet av året har for øye de langsiktige virkninger, også på andre områder enn de vedtakene direkte gjelder. Fremfor alt må man holde det klart for seg at strukturpolitikk ikke er politikk for å lage en struktur, for eksempel ved å finne nye satsingsområder for norsk næringsliv. Strukturen blir bestemt av markedsaktørens valg ut fra de rammevilkår som trekkes opp.

Det ville føre for langt om vi skulle gå inn på alle elementene i en strukturpolitikk. Vi skal konsentrere oss om de to viktigste produksjonsfaktorene, arbeid og kapital, og de kostnader som er knyttet til anvendelsen av dem.

Figur 6.
Lønnskostnader pr. time i norsk industri 1980–89.
Handelspartnere = 100



De totale lønnskostnadene pr. time for voksne arbeidere i norsk industri ligger om lag 25 prosent høyere enn hos våre handelspartnere (målt i felles valuta). I tillegg har produktivitsveksten årlig vært i gjennomsnitt vel 1 prosent lavere siden 1970. I 1989 økte lønnskostnadene pr. time målt i nasjonal valuta mindre i Norge enn hos våre handelspartnere for første gang siden 1980. Samtidig førte avskallingen av arbeidsplasser i industrien til sterk produktivitsvekst. Konkurranssevnen målt ved relative lønnskostnader pr. produsert enhet ser derfor ut til å ha blitt styrket med 4 prosent i 1989.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Lønnsdannelsen ligger som kjent i det vesentlige utenfor myndighetenes beslutningsområde, men både som kostnadsfaktor og i våre inntekter er lønn langt den viktigste komponent. Vi kommer derfor ikke utenom lønnsdannelsen som et nokså avgjørende element. At vi står like foran et lønnsoppgjør som blir av kritisk betydning for 90-årene, gjør også temaet både brennbart og aktuelt.

Utgangspunktet når det gjelder lønnskostnadene er ikke særlig oppmuntrende. I industrien — som teller mest i det internasjonale varebyttet — ligger de hele 25 prosent høyere enn gjennomsnittet for våre handelspartnere. Det er vel ingen grunn til å tro at dette motsvares av høyere produktivitet i norsk næringsliv enn i utlandet. Tvert imot, gjennom 1970- og 1980-årene har norsk industri hatt en produktivitsvekst som gjennomsnittlig har ligget 1 prosent lavere pr. år enn hos handelspartnerne.

Vår konkurranseutsatte sektor domineres i foruroligende grad av oljevirksomhet og råvarebasert industri med begrenset vekstpotensiale. Ekspansjonen må i hovedsak komme i «ny» virksomhet med mulighet for varig lønnsom systemsetting. Men dette må ikke skje som et resultat av offentlig subsidiering av innsatsfaktorene — det være seg kapital, elektrisk kraft eller arbeidskraft.

Også på dette område er myndighetenes oppgave å sørge for at rammebetingelsene er så riktige som vi kan få til, og det betyr at prisene på innsatsfaktorene må avspeile hvilken verdi de har i alternative anvendelser.

Styrking av sysselsetting og utenriksøkonomi forutsetter at vi bedrer den kostnadmessige konkurranseevne utover i 1990-årene slik at vårt kostnadsnivå gradvis bringes ned mot konkurrentenes. Vårt relative kostnadsnivå påvirkes av utviklingen i valutakurs, produktivitet og lønnskostnader. Under dagens forhold er valutakurspolitikken dårlig egnet. En devaluering ville utløse en kraftig renteøkning og skape forventninger om at vi kunne fortsette å «løse» vårt kostnadsproblem på denne måten. Under slike forhold er det tvilsomt hvor lenge den ville gi noen styrking av vår konkurranseevne. Vi kan heller ikke basere oss på at produktiviteten skal utvikle seg særlig mye bedre enn hos konkurrentene. Produktivitsveksten i 1989, som fremkom ved at sysselsettingen i industrien ble redusert med nesten 6 prosent, kan neppe gjentas, og i denne formen ville det heller ikke være særlig ønskelig. Nøkkelen ligger således i en lønnsutvikling i underkant av konkurrentenes. Et grunnlag for dette ble lagt mot slutten av 1980-årene, etter at vi lenge hadde bevilget oss lønns tillegg uten realøkonomisk dekning.

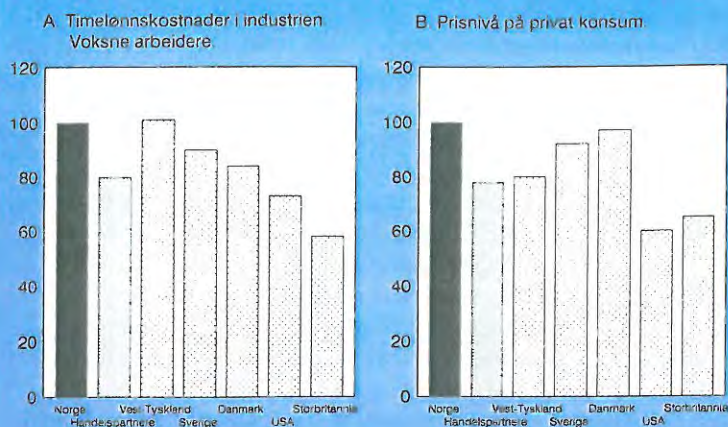
Resultatene ble oppnådd med utradisjonelle virkemidler. Den første lønnsloven bidro utvilsomt til å redusere kostnadsveksten, mens effekten av den siste er mer usikker. Sammenliknet med våre handelspartnere var lønnsveksten i de to årene under ett likevel bare 1 prosent mindre enn hos dem. Hensynet til de arbeidsledige og sysselsettingen tilsier at vårens inntektsoppgjør blir lavest mulig. Lavt overheng, redusert prispress og lite press i arbeidsmarkedet gav oss et håp om at det skulle være mulig å holde økningen på årsbasis innen en ramme på 3½ prosent. Utfallet i tiden fremover vil avhenge av den holdning man inntar på begge sider i arbeidslivet. Alle parter burde være interessert i at det man har vunnet gjennom de to siste årene, ikke går tapt.

Vår lønnspolitikk har hatt inntektsutjamning som et hovedmål, og de siste års lønnslover har også virket i samme retning. Vi må kunne gå ut fra at det i alle fall i prinsippet er betydelig oppslutning om denne linjen. Men etter hvert som den føres videre, øker avstanden fra en lønnsstruktur som er mer bestemt av markedsmessig tilpasning, og både presset fra markedskreftene og de realøkonomiske kostnader ved et lønnsnivå som på flere områder er blitt høyere enn hva produktmarkedet kan bære, tiltar i styrke. Vi blir derfor stilt overfor en avveining mellom ønsket om utjamning på den ene side og hensynet til prisstabilitet og sysselsetting på den annen. Det betyr ikke at vi aktivt behøver å gå inn for større inntektsforskjeller. Men det betyr at de realøkonomiske kostnader ved en inntektspolitikk som vedvarende sikter mot utjamning, ikke kan overses.

Det må imidlertid medgis at henvisningen til markedskrefter som grunnlag for lønnsutviklingen, gir mindre rettledning for den praktiske lønnspolitikk enn man kunne ønske. Det skyldes dels at markedet reguleres av organisasjonene, men også at offentlig fastsatte priser på viktige områder er avgjørende for bedriftenes inntjening. Dessuten er den offentlige sektor selv vår største arbeidsgiver med fare for å virke lønnsledende overfor grupper som står ganske utsatt til i arbeidsmarkedet.

Når lønnskravene stilles, må vi ikke glemme at det til syvende og sist er vi selv som må betale våre høye lønninger. I Økonomisk Utsyn har Statistisk sentralbyrå vist hvordan vårt høye lønnsnivå motsvares av et høyere prisnivå

Figur 7.
Priser og lønnskostnader i Norge og hos våre handelspartnere 1988. Norge = 100



Lønnskostnadene pr. time i norsk industri var 25 prosent høyere enn gjennomsnittet hos våre handelspartnere i 1988. Det var bare Vest-Tyskland som hadde like høye lønnskostnader som Norge. Det høye norske lønnsnivået motsvares imidlertid av et høyere prisnivå enn i andre land. Prisnivået på privat konsum lå 28 prosent høyere enn hos våre handelspartnere. Det var bare Danmark som hadde et prisnivå i nærheten av det norske.

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

enn i andre land. Høyere lønninger spises opp av de høye prisene som kreves for å kunne betale de høye lønningene, og nettoresultatet blir et materielt velstandsnivå som ligger i underkant av de land vi liker å sammenligne oss med.

I den utstrekning det høye lønnsnivået øker ledigheten, må kostnadene først og fremst bæres av de som blir ledige, men også av sysselsatte som tross alt må gi de ledige et underhold. Det er bare i den utstrekning et høyt lønnsnivå dekkes av formuestapping og dermed bæres av våre etterkommere, at det for en tid kan gi en høyere levestandard.

Markedsmessige kapitalkostnader gir bedre struktur

Inntil for kort tid siden var vårt høye lønnsnivå kombinert med lave kapitalkostnader. Dette bidro ytterligere til den nåværende ledighet ved at arbeidskraft ble erstattet av kapital. Her står vi likevel overfor det området hvor vi til nå kanskje har lykket best i strukturpolitikken. Vi har klart å legge rammebetingelsene bedre til rette for å få en mer fornuftig kapitalanvendelse. Det har skjedd ved at myndighetene i langt større grad enn før har overlatt det til markedet å bestemme prisen på kapital. En strammere kredittpolitikk har sammen med skatteomlegging og neddemping av inflasjonstakten ført til at såvel husholdninger som bedrifter står overfor positive realrenter ved låneopptak. Et avregulert kredittmarked kombinert med økte krav til avkastningen av realinvesteringene vil på sikt bidra til at vi får mer igjen for våre investeringer.

I løpet av det siste året ble det tatt prinsippbeslutning om avvikling av valutareguleringen samtidig som det allerede er gjennomført en nedbygging av dens sentrale deler. Dermed får næringslivet anledning til å tilpasse sin valutagjeld og sine valutaposisjoner for øvrig på linje med sine konkurrenter i andre land. Dette representerer i seg selv en viktig bedring av rammebetingelsene for deler av næringslivet, selv om effektiviteten av reguleringen allerede var redusert. Nedbyggingen bidrar også til å styrke konkurransen, og dermed effektiviteten, i norske finansmarkeder.

Selv om en del er gjort for å få en mer effektiv utnyttelse av kapitalen, gjenstår det mye. Ut fra effektivitetshensyn er det ønskelig å underlegge alle investeringer felles rammebetingelser. På denne bakgrunn er det lite heldig at den reelle vekst i statsbankenes tilsagnsrammer har vært om lag 40 prosent over den siste treårsperioden. Det sterke engasjement i boligbyggingen bidrar til at ressurser blir værende i de skjermede deler av økonomien, samtidig som rentesubsidier av betydelig omfang legger en sterk binding på finanspolitikken. Av større betydning er nok likevel virkningene av dagens skattesystem og næringsstøtten.

Nøytral skattlegging gir bedre struktur

Skattesystemet griper direkte inn i næringslivets forutsetninger for å foreta et optimalt valg av investeringer og i mulighetene for å gi publikum riktige signaler for avveiningen mellom forbruk og sparing. På dette området kan ikke myndighetene styrke strukturpolitikken bare ved å trekke seg tilbake. De må tvert imot utvise aktivitet for å gjøre systemet mer nøytralt.

Omleggingen av personbeskatningen fra 1987 med større vekt på bruttobeskatning, har bidratt til å redusere noen av de negative sidene av skattesystemet. Reduksjonen i høyeste marginalsatt på nettoinntekt fra 66,4 prosent i 1986 til 43 prosent i inneværende år medfører at personlige låntakere må betale en større del av lånekostnadene selv. Fremdeles bidrar likevel fradragretten til at betydelige deler av lånekostnadene betales via skatteseddelen. Og fortsatt er det slik at personer som må betale formueskatt, må være omhyggelig med sine plasseringer hvis de vil ha en positiv realavkastning på sine fordringer.

Aarbakke-utvalgets skatteutredning påpeker igjen at det er langt fram før vi har fått et skattesystem som i minst mulig grad påvirker de økonomiske disposisjoner som foretas. Dagens system for bedrifts- og kapitalbeskatning medfører at avkastningskravet til realinvesteringer varierer sterkt etter bedriftenes eierform, hvordan de finansieres, etter næring og etter geografisk beliggenhet. Avkastningskravet er svært lavt og kan lett bli negativt, slik at skattesystemet fører til at samfunnsøkonomisk ulønnsomme investeringer får tilfredsstillende privatøkonomisk lønnsomhet. Disse forhold skyldes blant annet gunstige avskrivningsregler og avsetningsordninger som gir grunnlag for store skatte-kreditter. I tillegg er skattleggingen av bolig og andre former for realkapital svært moderat. Samlet er dette en viktig del av forklaringen til den lave kapitalavkastning i norsk økonomi sammenliknet med andre land. En mer nøytral utforming av bedrifts- og kapitalbeskatningen, slik at det blir bedre samsvar mellom avkastningen på finans- og realinvesteringer, vil både gi en riktigere kapitalanvendelse og styrke utenriksbalansen. Når skattesystemet favoriserer gjeldsdannelse, skal man ikke forundres over at landet som helhet setter seg i gjeld.

Norge ligger på etterskudd i forhold til en rekke andre land når det gjelder gjennomføring av en grunnleggende skattereform i retning av bredere skattebase og lavere skattesatser. Den internasjonale utvikling mot mer integrerte kapitalmarkeder vil forsterke virkningene av de uheldige trekkene ved dagens skattesystem. Vi har derfor liten tid å miste når det gjelder gjennomføringen av et mer nøytralt skattesystem med skattesatser mer på linje med det vi ser vokser fram i utlandet, både når det gjelder kapital- og personbeskatningen.

Skattesystemet og den norske strukturpolitikken for øvrig må bidra til å gjøre det attraktivt å starte ny landbasert virksomhet i Norge, slik at ikke de store overskuddene en nå ser i deler av norsk næringsliv, investeres i utlandet, men gir nye arbeidsplasser her i landet. Hvis vi ikke får til en slik utvikling, vil vi over tid undergrave det som måtte finnes av vilje til lønnsmoderasjon. Mulighetene for å få rammebetingelsene på plass på ett område, henger altså sammen med hvordan det går på andre områder.

Renten må ivareta valutabalansen

Mens muligheten for aktivitetsstimulering gjennom finanspolitikken begrenses av hensynet til budsjettbalansen, setter hensynet til valutabalansen grensen for pengepolitikken muligheter. Det er nå godt og vel tre år siden et press i valutamarkedet førte til en kraftig oppjustering av Norges Banks dagslånsrente. Dette ga støtet til en renteforhøyelse i kredittmarkedet som bidro til at kredittterspørselen avtok. Fra våren 1988 ga en vurdering av valutasituasjonen og den innenlandske kreditttilførsel et markedsmessig grunnlag for gjentatte rentenedsettelse fra Norges Banks side som også fikk gjennomslag i kredittmarkedet. De innenlandske kredittreguleringer kunne avvikles som både overflødige og lite virksomme.

Samlet kreditttilførsel holdt seg innenfor de fastlagte rammer som et resultat av den politikk som ellers ble ført. I løpet av fjoråret skjedde det også en vesentlig oppmyking av valutareguleringen, og etter at denne linjen er ført videre i år, er den valutaregulering vi enda har, av liten betydning for etterspørselspolitikken. Etter hvert som hensynet til skattlegging og statistikk kan ivaretas på annen måte, vil også det som enda gjenstår, bli avviklet.

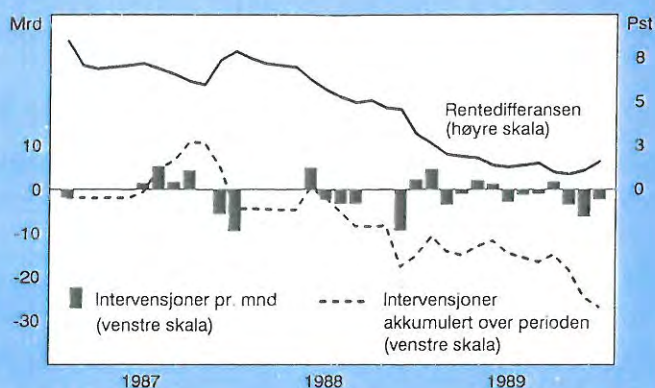
En stram pengepolitikk?

Det har vært en vanlig oppfatning at vi gjennom denne perioden har ført en stram pengepolitikk. Hvor riktig en slik oppfatning er, vil avhenge av hvilke kriterier en legger til grunn.

Vi har allerede nevnt at statsbankenes lånetilsagn har økt med 40 prosent fra 1986 til 1989, og det kan neppe kalles særlig stramt. Siden de finansieres over statsbudsjettet eller med statsgaranti, kan det være like naturlig å se denne delen av kreditttilgangen som en utvidelse av finanspolitikken, og knytte en diskusjon av pengepolitikken stramhet til utviklingen i det private kredittmarkedet.

Her har rentenivået gjennomgående vært så høyt som en forsvarlig balanse i valutamarkedet har krevd. Vi har likevel sett en viss nedgang i valutabeholdningene som følge av at Norges Bank ved det rentenivå som har gjeldt, har måttet selge valuta for å holde kursnivået rimelig stabilt. Det kan tyde på at det har vært ført en ekspansiv pengepolitikk som har skaffet publikum de nødvendige kroner til å kjøpe valuta for. For en stor del er dette blitt nøytralisert

Figur 8.
Rentedifferansen overfor utlandet og valutaintervensjoner¹⁾
(akkumulert som kurve og pr. måned som søyler)
1987–89



¹⁾ Negative tall angir kjøp av kroner.

Fra sent høsten 1986 er pengemarkedsrenten i hovedsak bestemt av hensynet til balansen i valutamarkedet. Først fra våren 1988 ga valutasituasjonen et markedsmessig grunnlag for en reduksjon av de norske pengemarkedsrentene i forhold til andre land. Men rentenedgangen har også vært støttet opp av valuta-intervensjoner i størrelsesorden 26 milliarder samlet over disse tre årene. Både den løpende avkastningen på valutareservene og statlige låneopptak i utlandet i perioden er gått med til intervensjoner til støtte for kronen.

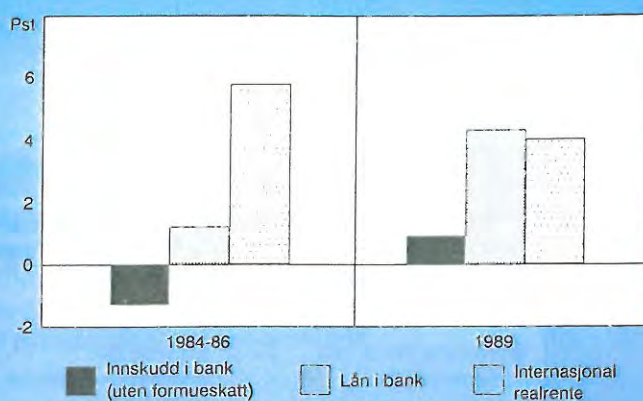
Kilde: Norges Bank.

ved den inndragning som finner sted gjennom Norges Banks innenlandske renteinntekter. Det kan derfor kanskje forsvares å si at pengepolitikken har vært tilnærmet nøytral, men tallene gir ikke noe grunnlag for å si at den har vært stram.

Fordi markedet gradvis har fått større tiltro til norske kroner, har en rimelig grad av valutastabilitet kunnet opprettholdes ved et fallende rentenivå. Rentedifferansen i forhold til et veiet gjennomsnitt av rentene på andre valutaer, der valutakurvets sammensetning er brukt som vekter, har falt fra 8,5 prosent i januar 1987 til stort sett mellom $\frac{3}{4}$ og $1\frac{1}{2}$ prosent gjennom det meste av 1989. Rentene på lange og mellomlange lån i bankene har falt fra 15,6 prosent ved utgangen av 1986 til 14,4 prosent ved utgangen av fjoråret. I obligasjonsmarkedet har den falt med 2,6 prosentpoeng i samme periode. Utviklingen i det nominelle rentenivå kan ikke sies å gi inntrykk av en stram kreditt-politikk.

Derimot har der siden 1986 vært en oppgang i realrenten etter skatt for personlige skattytere, med 3 prosent for gjennomsnittsinntekter og med vel 5 prosent for inntekter med de høyeste skattefradrag for renteutgifter. Dette skyldes

Figur 9.
Realrente etter skatt 1984–86 og 1989



Lavrentepolitikk, høy prisstigning og en uheldig skattemessig behandling av kapitalinntekter og -utgifter førte til at lånekostnadene for husholdningene i Norge fram til midt på 80-tallet lå vesentlig lavere enn de lånekostnader Norge som nasjon sto overfor (realrenten ved opplåning i kapitalmarkedene hos våre handelspartnere). Samtidig var avkastningen på finansinvesteringer negativ. Omleggingen av pengepolitikken, lavere inflasjon og omlegging av skattesystemet har ført til at lånekostnadene innenlands nå samsvarer noenlunde med lånekostnadene for Norge. Avkastningen på finansielle plasseringer er imidlertid fremdeles lav og bidrar til lav sparing i husholdningssektoren.

Kilde: Norges Bank.

dels den lavere prisstigning, dels endringene i skattebestemmelsene. For midlere inntekter har den første faktoren betydd mest, for høyere inntekter den sistnevnte. Selv etter dette er realrenten for banklån etter skatt for middels inntekter ikke høyere enn realrenten på det internasjonale lånemarked, som vi kan ta som uttrykk for den reelle pris for kapital. Denne prisen gjelder imidlertid verdipapirer som regnes som risikofrie, mens renten i kredittmarkedet også skal dekke risiko, kostnader og fortjeneste. Vi må heller ikke glemme at der finnes billigere lån enn banklån.

For næringslivet, som ikke har hatt tilsvarende skatteskjerpning, har de reelle lånekostnader steget mindre enn for privatpersoner. Etterhvert som valutareguleringen er blitt liberalisert, har for øvrig bedriftene fått tilgang på lånekapital til internasjonale vilkår.

Selv om det derfor i dag er lite grunnlag for å hevde at rentenivået i Norge er spesielt høyt, er det nok stigningen i realrenten etter skatt som har gitt folk inntrykk av at pengepolitikken har vært stram. Men denne tilstramningen har skjedd fra et utgangspunkt der lånekostnaden, målt på denne måten, var sterkt negativ, og forteller vel derfor mest om svikten i tidligere tiders pengepo-

litikk. De problemer vi i dag sliter med skyldes jo nettopp at det i mange år ikke kostet noe å låne penger.

Selv med den rentestigningen som har funnet sted, er det bare så vidt at der er noen realavkastning etter skatt på fordringskapital, særlig dersom en også tar hensyn til formuesskatten. For kapitaldannelsen på lengre sikt er nok dette et større problem enn at lånekostnadene er kommet opp på et realistisk nivå.

Troen på billige penger

Til tross for den nyorientering som har funnet sted i pengepolitikken, kan man fortsatt ofte få inntrykk av at man ser det som et selvstendig mål for den økonomiske politikk å bringe rentenivået nedover. Norsk opinion synes i det hele å rette sin oppmerksomhet mer mot rentenivået enn hva man finner i de fleste andre land. En grunn til dette kan være at norske husholdninger er netto skyldnere, mens de i de fleste andre land er netto kreditorer, siden det er nokså utbredt at staten har gjeld som direkte eller indirekte er plassert hos private. Hos oss er staten den viktigste innenlandske fordringshaver. Så lenge vi ikke oppfatter at staten representerer oss selv, mener vi oss derfor å ha fordel av en lavere rente.

Nå kan det neppe være tvil om at flere forhold som trekker i retning av et lavt rentenivå, som prisstabilitet og evne til kapitaldannelse, også generelt er gunstig for et lands økonomiske utvikling. Er imidlertid disse forutsetningene ikke oppfylt, er det lite å oppnå ved en rente som er lavere enn markedsmessige forhold tilsier.

Fra grundige analyser vet vi at den har usikre og tvilsomme fordelingsmessige virkninger. Den stimulerer ikke sysselsettingen, tvert i mot gjør lavere kapitalkostnader det mer lønnsomt å erstatte arbeidskraft med kapitalutstyr. En lavere rente stabiliserer ikke prisnivået, siden den kortsiktige priseffekt av mindre renteutgifter lett går tapt som følge av forsterket etterspørsel. Den gir heller ikke noen sterkere økonomisk vekst på varig basis. Veksten vil tvert i mot være truet om den lavere rente fører til svekket valutabalans. At en sterk økonomi gir lav rente, må ikke få oss til å tro at lav rente gir en sterk økonomi.

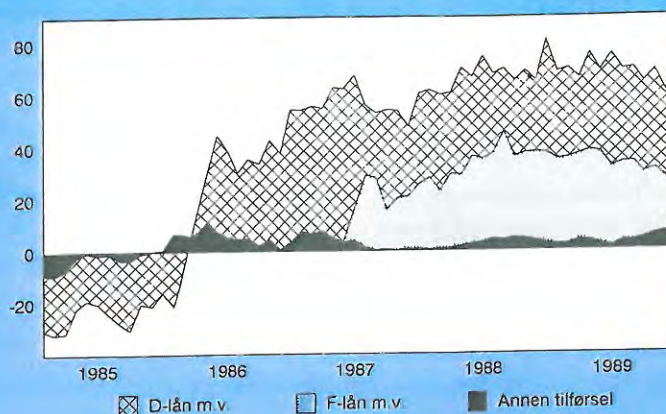
Norges Bank som statsbank for bankene

Det var troen på de billige penger som førte til at de politiske myndigheter gjennom 1985—86 fastla et nivå for pengemarkedsrenten som bare kunne holdes ved at Norges Bank økte sine utlån til bankene. Etter hvert som kravene til bankenes primær- og tilleggsreserver etter Kredittloven ble avvirket, kunne de reduseres noe, og utenom dette har samlet tilførsel av likviditet fra sentralbanken til banksystemet fluktuert i området 60—75 milliarder kroner gjennom årene 1987—89.

Sammenliknet med andre land er de norske banker i usedvanlig høy grad avhengig av sentralbankkreditt. Det er flere betenkelige sider ved dette.

Det meste av kreditten har vært tilført som dagslån som den enkelte bank har hatt adgang til i et nærmere fastlagt forhold til hovedpostene i balansen. Renten kan her endres fra den ene dag til den neste, og en renteendring slår raskt igjennom til utlånsrenten generelt, også for boliglån. Det er ikke behov for dette ut fra at pengemarkedsrenten skal brukes til å forsvare valutakursen. Det sterke gjennomslaget har ført til at D-lånsrenten er blitt politisk fokusert

Figur 10.
Sentralbankfinansieringen 1985–89 (korrigeret for reservekrav for bankene). Milliarder kroner



En ekspansiv pengepolitikk i 1986, der publikums valutaunderskudd ble dekket ved å redusere valutareservene, hadde som motpost at bankenes opplåning i sentralbanken økte sterkt. Opplåningen var konsentrert om kortsiktige låneformer, D-lån. Endringer i D-lånsrenten førte derfor til at bankene nokså umiddelbart hadde behov for å justere inntektssiden i sine regnskaper. I 1987 ble det derfor innført en fastlånsordning, F-lån, med lengre låneperioder der renten er fast for hele låneperioden.

Kilde: Norges Bank.

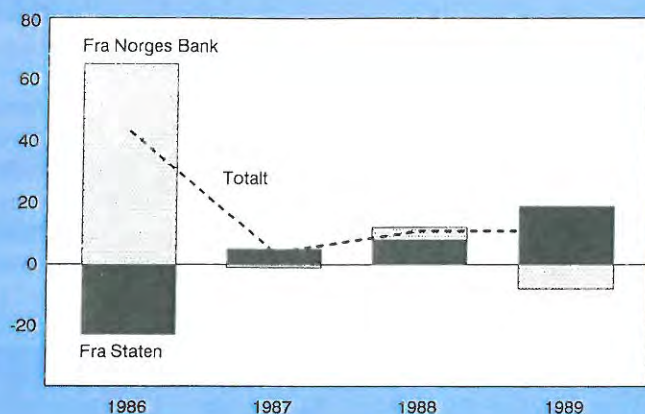
på en måte som har gjort den mindre fleksibel enn ønskelig. Endring i D-lånsrenten vil nødvendigvis ha en signaleffekt, men det er ingen marsjordre. Det må være bankene selv som har ansvaret for sin rentesetting.

Dels for å gjøre renteutslagene mindre sterke og dels for å gjøre vilkårene mer markedsorienterte, har Norges Bank regelmessig lagt ut lån til bankene for en fastlagt periode til auksjon. Stort sett har vi positive erfaringer med dette, men det kan ikke unngås at banker med likvidetsproblemer viser størst interesse for slike lån, og dermed blir Norges Banks stilling mer utsatt. For å begrense denne effekten, er det fastlagt grenser i forhold til den enkelte banks egenkapital.

I det stormvær vårt bankvesen har vært gjennom, har vi heller ikke unngått tap på våre utlån. Lånet til Sparebanken Nord-Norge ble nedskrevet med 500 millioner kroner og vi må også regne med tap på utlån til Norion Bank. Dette er offentlige midler som kunne vært bedre anvendt, for å si det svakt.

En annen side ved Norges Banks utlån er at de gir bankene en lettere tilgang på midler enn andre finansieringsinstitusjoner. Normalt vil ikke dette ha noen større betydning, men med det omfang lånene har fått, kan man ikke se bort fra den konkurransemessige forvridning det innebærer.

Figur 11.
Hovedkildene for kronetilførsel til publikum 1986—89. Milli-
arder kroner



Norges Banks valutaintervensjoner til støtte for kronen reflekterer at publikum har hatt et valutaunderskudd i sine transaksjoner med utlandet. Dette må finansieres ved at publikum tilføres kroner. Den viktigste kilden for dette var tilførsel fra Norges Bank i 1986, da den samlede kronetilførsel var meget høy. Stasens transaksjoner har tilført likviditet i økende grad fra 1987 og fremover. I disse tre siste årene har tilførselen fra Norges Bank, endringene i primær- og tilleggsreservekrav og i publikums beholdning av betalingsmidler samt inndragningen gjennom bankenes rentebetalinger til Norges Bank i store trekk motvirket hverandre.

Kilde: Norges Bank.

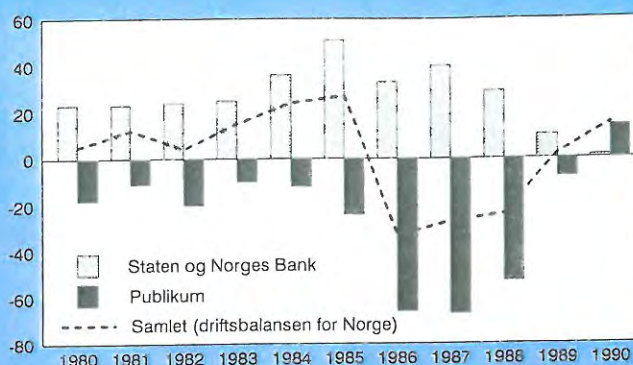
Ut fra alle disse grunnene og flere til, hadde Norges Bank gjerne sett at tilførselen av sentralbankkreditt kunne erstattes av annen tilgang av midler til bankene. En slik linje vil forutsette at den kunne innpasses i den økonomiske politikk for øvrig. Selv innenfor det nåværende omfang av sentralbankkreditt kan det imidlertid være grunn til å vurdere formene nærmere.

Hvor kommer pengene fra?

Norges Banks likviditetspolitikk gjennomføres ut fra hensynet til den valutapolitiske stabilitet og en målsone for veksten i innenlandsk kredittilførsel som i nasjonalbudsjettet er satt til 5—9 prosent. Den siste retningslinje er underordnet den første, men for tiden ser det ikke ut til at der skal oppstå noen konflikt mellom dem. Med liberaliserte penge- og kapitalmarkeder er det likevel et tidsspørsmål hvor lenge den er anvendbar.

Valutapolitisk stabilitet forutsetter at man har valutabeholdninger som er store nok til at ikke en kortsiktig kapitalutgang kan tvinge fram en devaluering. En vanlig måte å måle valutabeholdningenes størrelse på, er å sette dem i forhold til landets import. Målt på denne måten har de falt fra 43 prosent ved utgangen av 1986 til 35 prosent ved utgangen av fjoråret. Dette er nok fortsatt et fullt tilstrekkelig nivå, selv om det er vanskelig å gi klare kriterier for

Figur 12.
Finansinvesteringer fordelt på stat og publikum 1980–90.
Milliarder kroner



Staten (inklusive Norges Bank) har tradisjonelt hatt store positive finansinvesteringer i Norge. Selv etter oljeprisfallet holdt finansinvesteringene seg på et høyt nivå på grunn av den særnorske konjunkturoppgangen fram til 1987 og tilstrømningen i finanspolitikken i 1986–87. Publikums finansinvesteringer falt imidlertid drastisk i 1986, og et betydelig overskudd på driftsbalansen i 1985 ble snudd til et kraftig underskudd i 1986. Forbedringen av utenriksøkonomien de siste årene har primært sin bakgrunn i en sterk bedring av publikums finansinvesteringer. Statens finansinvesteringer har svekket seg sterkt.

Kilde: Norges Bank.

hvor store valutabeholdningene bør være. Generelt kan man si at de bør være desto større jo mer ensidig en økonomi er, jo større beholdninger av landets egen valuta som sitter på utenlandske hender og jo mer ekspansiv finanspolitikken er. Ut fra alle disse kriterier har behovet for valutabeholdninger økt de senere år.

Nettosalg av valuta fra Norges Bank — intervensjoner — må finansieres ved at bankene og deres kunder (publikum) tilføres kroner på den ene eller annen måte. I 1986 kom denne tilførselen fra Norges Bank, i 1987 var det små nettointervensjoner, og i 1988 og 1989 var staten og andre offentlige konti den viktigste kilde for kronetilførsel. Ved at Norges Bank hadde en viss inndragning gjennom sine innenlandske renteinntekter fra banksystemet og for øvrig førte en nokså nøytral likviditetspolitikk kunne nedgangen i valutabeholdningene begrenses.

I løpet av 1989 og enda mer med statsbudsjettet for 1990 skjer det noe nytt i det finansielle bildet av vår økonomi. Gjennom praktisk talt hele etterkrigstiden har staten økt sine nettofordringer. Mye av dette har gått til statsbankene. Motstykket er en netto gjeldsøkning hos publikum, dvs. bedrifter, husholdninger og kommuner. Den var særlig sterk i årene 1986–88, da vi også hadde store underskudd overfor utlandet. I fjor fikk vi en kraftig nedgang i statens fordringsøkning, og i år blir den nesten helt borte. Dette skjer til tross for øknin-

gen i oljeinntektene. Slik perspektivene fremover nå kan bedømmes, må en vente at denne tendensen vil vare ved gjennom de nærmeste årene. Erfaringsmessig er det lettere å svekke finanspolitikken enn å styrke den. Samtidig går publikum over fra å være netto låntakere til å øke sine netto fordringer. Motstykket til dette ganske markerte omslaget finner vi i overskuddet på driftsbalansen og redusert privat etterspørsel.

I alle fall inntil videre vil staten finansiere sin økning i nettogjelden ved trekk på sine konti i Norges Bank, og det samme gjelder utlån til statsbankene. Dette må nødvendigvis føre til en markert stigning i statens kronetilførsel til publikum som gir grunnlag for nettokjøp av valuta fra Norges Bank. Med en så ekspansiv likviditetspolitikk fra statens side, er det enda mindre enn før noen grunn til at også Norges Bank skal øke sin kronetilførsel til bankene. Tvert i mot bør den tilførsel som vil finne sted fra staten, gi en mulighet for å gjennomføre en slik reduksjon i sentralbankens tilførsel til bankene som jeg allerede påpekte som ønskelig.

Om man tar sikte på å begrense den nedgang i valutabeholdningene som tilførselen lett vil innebære, vil den umiddelbare virkning av et slikt tiltak være et noe høyere rentenivå enn man ellers ville fått. Men i dagens frie valutamarked skal det neppe mye til hvis markedene forøvrig har tillit til norsk økonomi. Renten kan i alle fall lett bli mye høyere dersom man fører en politikk som gjør at markedene blir i tvil om evnen og viljen til å føre en fastkurspolitikk.

Nå vil kanskje noen spørre om ikke økte oljeinntekter kan forandre det bildet jeg her har tegnet. Da må vi vende tilbake til den formuestapping jeg omtalte tidligere i kveld. Økte oljeinntekter betyr at vi kanskje har noe mer formue å tappe, men det får ingen avgjørende betydning for de langsiktige problemstillinger og bør heller ikke få noen betydning for vår politikk. Det var nettopp hjelp til en langsiktig strategi oljefondet var ment å være.

Er rente politikk?

Nødvendigheten av å sikre den valutamessige balanse innebærer at vårt eget rentenivå i hovedsaken vil være bestemt av rentenivået i utlandet som norske myndigheter ikke har noen mulighet for å påvirke. Skulle Norges Bank forsøke å presse renten nedover i forhold til dette, ville det kreve en vedvarende økning av utlånene til bankene med noenlunde tilsvarende svekking av vår valutamessige stilling. I tillegg ville også Norges Banks egen stilling bli mer utsatt.

Med en nøktern økonomisk politikk bør vi derimot kunne regne med å holde stillingen, men vi har allerede hentet en «premie» for den stabilisering av økonomien vi har gjennomført, ved at vår pengemarkedsrente er brakt ned til et nivå som nå for det meste har ligget $\frac{3}{4}$ — $1\frac{1}{2}$ prosent over det gjennomsnitt vi har beregnet for internasjonale renter, men som i den seneste tid har ligget enda lavere. På kort sikt kan svingningene være nokså tilfeldige. Vi kan mene at det skulle være lite grunnlag også for en slik renteforskjell, og det er heller ikke utenkelig at den kan slå om og bli negativ. I alle fall har det lite å si hva vi mener. Her er det markedenes vurderinger som avgjør, og erfaringsmessig tar det tid å opparbeide tillit. Den skapes ikke ved enkeltstående politiske beslutninger.

Mot denne bakgrunn bør en vise varsomhet med å ha sterke forventninger om hvordan rentenivået vil utvikle seg. Realistiske forventninger må først og

fremst bygge på hva som skjer internasjonalt, og her vil alle prognoser selvsagt være usikre.

Såvidt liten som renteforskjellen i forhold til utlandet nå er blitt, skal det nok mindre til for å bringe det opp enn ned. En forsterket pris- og kostnadsstigning eller en mer ekspansiv politikk fra statens side kan lett gi betydelige utslag.

Under de forhold som i dag rå, er det formålsløst å stille krav til myndighetene om et stabilt eller et lavere rentenivå. Myndighetene har ingen muligheter for å imøtekomme et slikt krav, og et forsøk på å gjøre det ville sannsynligvis i løpet av kort tid føre til rentestigning. Derimot kan selvsagt markedets utvikling gi et lavere rentenivå.

Faste normer

Når vi fra Norges Banks side stadig fremhever nødvendigheten av en varig balanse, er dette bare et annet uttrykk for behovet for langsiktighet i politikken. Konflikten mellom løsningen av problemer på kort sikt og de langsiktige målsettinger fremstilles noen ganger som om man her sto overfor alternativer med like stor tyngde. Slik er det imidlertid ikke. Ved kortsiktige tiltak reduserer man problemene for en begrenset tid ved at man skyver dem foran seg. Lykkes man i de langsiktige tiltak, har man derimot tatt problemene i en overgangstid for til gjengjeld å oppnå et bedre resultat for lang tid fremover.

En langsiktig økonomisk strategi avhenger av at det kan etableres en rimelig grad av tilslutning til visse faste normer for den økonomiske politikk. Det burde være mulig i et land hvor de grunnleggende motsetninger ikke er større enn hos oss. På visse områder synes det som vi er på veg.

Det er for eksempel etterhvert blitt nokså bred tilslutning til at penge- og kredittpolitikken må være markedsorientert. Innenfor de generelle retningslinjer om valutastabilitet og kreditttilførsel, er det Norges Banks oppgave å bidra til at det etableres «ordnede markedsforhold», det vil si at kortsiktige fluktuasjoner i såvel rente som valutakurs begrenses. I et markedsorientert system går ikke sentralbankens rolle i markedet lenger enn dette. Dersom prisen, i dette tilfelle renten, fastlegges av eller gjennom en så sentral aktør i markedet som sentralbanken, er ikke systemet lenger markedsorientert. Ut fra dette har Norges Bank, slik jeg allerede viste det, lagt til grunn at så lenge samlet innlandsk kreditttilførsel ligger innenfor det intervall som er angitt i nasjonalbudsjettet, vil man unngå å øke sentralbankfinansieringen av bankvesenet. Vi har praktisert denne normen med en betydelig grad av fleksibilitet, men sett over noen tid har vi likevel klart å holde denne form for likviditetstilførsel innenfor rimelige svingningsmarginer. Det er ingen særlig streng norm, og med det omfang sentralbankfinansieringen allerede har, kan den virke nokså selvfølgelig. Likevel er den viktig, noe et raskt blikk tilbake på 1985—86 skulle vise. Hadde vi hatt en slik norm den gangen i stedet for en norm for pengemarkedsrenten, hadde nok arbeidsledigheten i dag vært noen titusen lavere enn den faktisk er.

Av minst like stor betydning er det å trekke opp normer på det finanspolitiske området. Regjeringens målsetting om at de offentlige utgifter skal stige mindre enn nasjonalinntekten, er i denne forbindelse en nyttig og ganske krevende norm.

I andre land ville det være naturlig å stille som krav at staten ikke skal dekke et budsjettunderskudd ved lån i sentralbanken. Hos oss får det mindre mening fordi staten i stedet kan trekke på sine innskudd i Norges Bank, både for å dekke et budsjettunderskudd og for sitt øvrige finansieringsbehov, i første rekke lån til statsbankene. De økonomiske virkninger av dette er de samme som om staten lånte i Norges Bank. En norm for dekning av statens finansieringsbehov måtte derfor formuleres som et krav til hvor mye av det som skulle dekkes ved lån i markedet. Det ville gi visse renteutslag, men det er nettopp disse som skal bidra både til varsomhet i budsjettpolitikken og til at aktivitetsnivået er i samsvar med de krav som hensynet til den varige balanse stiller.

Etter at utlendinger ble gitt adgang til kjøp av norske obligasjoner, vil antakelig renteutslagene av en markedsopplåning være begrenset, siden mye av lånene ville havne i utlandet. Det kan være fristende å redusere selv denne begrensede virkning ved å ta opp lånene i valuta. Da vil en imidlertid miste den signalvirkning gjennom renten som kan bidra til å begrense offentlig opplåning. Blant annet derfor har f.eks. Sverige fastlagt som norm at staten skal unngå å øke sin nettoopplåning i fremmed valuta. Vi skulle ha minst like gode grunner for å etablere en tilsvarende norm hos oss.

Formuestappingen fra petroleumsressursene og usikkerheten om hva de vil innbringe skaper et norm-behov som er nokså spesielt for vårt land. I prinsippet vil en fast ramme for overføringer fra et petroleumsfond kunne virke som en slik norm. Med det opplegg som er valgt, gjenstår det å se om systemet vil fungere på denne måten.

For en liten mannsalder siden var det en fast norm at statsbudsjettet ikke måtte gjøres opp med underskudd før lånetransaksjoner. Så kom oljen og ga oss «utenriksøkonomisk handlefrihet» som gjorde det mulig for oss å føre konjunkturpolitikk så snart etterspørselen sviktet. Vi var mindre flinke til det når den sprengte grensene for vår kapasitet. Den ubalanse som dermed oppsto har gjennom årene utviklet en struktur i økonomien hvor full sysselsetting ikke lenger kan opprettholdes uten en omfattende og kanskje stigende formuestapping. Den mest påtrengende oppgave i vår økonomiske politikk er å rette opp denne struktur mens 90-årene enda gir oss rimelig høye petroleumsinntekter. Senere — og for de som følger etter oss — blir oppgaven langt vanskeligere. Skal vi lykkes i dette, må vi finne tilbake til faste normer. Innenfor disse må vi løse de konflikter som en strukturpolitikk stiller oss overfor, og dermed skape oss vår egen handlefrihet. Vi tar på oss et tungt ansvar hvis vi fortsetter å hente den fra fremtiden.