

# Utsiktene for norsk økonomi

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem for Sparebank 1 SR-Bank Stavanger, 26. mars 2010.

*Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 24. mars og Pengepolitisk rapport 1/10.*

*Figur: Industriproduksjon i OECD og fremvoksende regioner og ledende indikatorer for industrien*

Den mest akutte fasen av krisen i verdensøkonomien ser ut til å være over. I de fleste deler av verden er det nå igjen vekst i produksjonen, og oppgangen har vært sterkest i de fremvoksende økonomiene i Asia.

Krisen har skapt nye ubalanser som vil dempe oppgangen.

*Figur: Statsfinanser*

I mange land er underskuddene i statsfinansene store, og statsgjelden vokser raskt. Underskuddene har økt mye på grunn av redusert skatteinntang og tiltak for å holde aktiviteten oppe, men også fordi myndighetene har støttet bankene.

*Figur: CDS-priser*

De rentene enkelte land nå møter når de skal finansiere sin gjeld gjenspeiler i stor grad situasjonen i statsfinansene. Det vil trolig ta flere år å få ned statsgjelden i USA og mange europeiske land.

Vi har lagt til grunn at det fra neste år vil strammes inn i offentlige budsjetter hos våre viktigste handelspartnere, med unntak av Sverige. Det vil dempe veksten i samlet etterspørsel etter varer og tjenester.

*Figur: Arbeidsledighet*

Selv med kraftige skattelettelser, sterk vekst i offentlige utgifter og lav rente har arbeidsledigheten økt mye både i USA og Europa. I mange land har ledigheten vokst med 3-4 prosentenheter. Det er fare for at ledigheten vil få mer varig feste, kanskje særlig i Europa.

Samlet sett ser det ut til at oppsvinget i industrilandene bare blir moderat. Mange land vil fortsatt preges av mye ledig produksjonskapasitet. Ledig kapasitet og høy arbeidsledighet vil bidra til lav prisstigning de nærmeste årene hos våre handelspartnere.

*Figur: Oljepris i USD per fat*

Oljeprisen er i underkant av 80 dollar per fat. I våre prognoser legger vi til grunn at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene. Ifølge disse er det utsikter til at oljeprisen vil stige fremover. De fremvoksende økonomiene bidrar mer og mer til den globale oljeetterspørselen. I disse økonomiene ventes det fortsatt god vekst. I tillegg får OPEC stadig større markedsrett for det tilbudet av olje fra land utenfor OPEC etter hvert stagnerer. Oljeprisen kan likevel falle en del hvis oppgangen i verdensøkonomien bremser opp, spesielt siden oljelagrene i OECD-landene fremdeles er høye og OPEC allerede har relativt mye ledig produksjonskapasitet. Prisene på gass er under press på grunn av økt tilgang på skifergass i USA, økt tilbud av LNG og lav etterspørsel i Europa.

Terminprisene tyder på noe vekst i andre råvarepriser. Metallprisene har steget som følge av bedre utsikter for verdensøkonomien, men de er fortsatt en del lavere enn sommeren 2008.

#### *Figur: Faktiske og forventede styringsrenter*

Styringsrenten er nær null i mange land. Flere sentralbanker signaliserer at renten vil holdes lav lenge, og forventede styringsrenter ute har falt i høst og vinter. Markedsaktørene venter en oppgang i styringsrentene først mot slutten av året i USA, euroområdet og Storbritannia.

#### *Figur: Rentedifferanse og importveid valutakurs (I-44)*

Rentedifferansen overfor våre handelspartnere har økt. Kronekursen har vært nokså stabil gjennom vinteren. Kursen er likevel noe sterkere enn vi anslo i oktober. Vi legger til grunn at kronen holder seg om lag på dagens nivå til og med tredje kvartal og at den deretter gradvis svekker seg noe.

#### *Figur: BNP*

Veksten i norsk økonomi stoppet opp høsten 2008, og tidlig i 2009 gikk Norge inn i en lavkonjunktur. Nedgangen ser ut til å ha stoppet i annet kvartal i fjor. Kapasitetsutnyttningen er lavere enn normalt, men lavkonjunktoren ser ut til å bli relativt mild.

Den kraftige rentenedgangen har sammen med økte offentlige utgifter og høye oljeinvesteringer bidratt til å holde aktiviteten oppe.

#### *Figur: Bruken av petroleumsinntekter*

Finanspolitikken var svært ekspansiv i 2009. Bruken av oljepenger økte kraftig, og med nesten 3 prosent av BNP for Fastlands-Norge. Pengebruken øker ytterligere i år. I våre anslag legger vi til grunn informasjon fra nysalderingen av budsjettet samt de tekniske fremskrivningene i Nasjonalbudsjettet 2010. I tråd med dette videreføres nivået på det strukturelle oljekorrigerte underskuddet for 2010 ut prognoseperioden.

Handlingsregelen tilsier at underskuddet på statsbudsjettet reduseres ned mot 4 prosent av fondskapitalen i Statens pensjonsfond utland når aktivitetsnivået er normalt. Utvikler økonomien seg om lag som ventet, vil en finanspolitikk i tråd med handlingsregelen kunne gi en lavere rente og svakere krone enn anslått.

#### *Figur: Avkastning av Statens pensjonsfond utland*

Regjeringen har lagt til grunn at den årlige realavkastningen på Statens pensjonsfond utland over tid vil ligge rundt 4 prosent. Den årlige gjennomsnittlige realavkastningen siden forvaltningen av oljefondet ble etablert, er nå 2,7 prosent mot bare 1 prosent for ett år siden. Tallet er påvirket av at det bare er kort tid siden vi hadde den verste perioden i kapitalmarkedene i etterkrigstiden. Ved å opprettholde risikoen i fondet er det nok godt mulig at gjennomsnittsavkastningen etter hvert igjen vil nærme seg 4 prosent.

#### *Figur: Plassering av Statens pensjonsfond utland*

Investeringsstrategien til fondet bygger på dets langsiktige investeringshorisont og betydelige størrelse. Vi dro fordel av langsiktigheten i 2009. Fondets avkastning var 25,6 prosent i 2009. Det er den høyeste årsavkastningen noensinne. Fondets langsiktighet betydde at det kunne kjøpe aksjer og beholde kredittobligasjoner da andre investorer ble tvunget til å selge aktiva til lave priser under finanskrisen.

Finansdepartementet vedtok i juni 2007 å øke fondets aksjeandel til 60 prosent fra 40 prosent. Andelen ble nådd to år senere etter mer enn 1000 milliarder kroner i aksjekjøp. Den lange innfasingsperioden var gunstig, fordi fondet kunne utnytte fallende aksjekurser under finanskrisen. Fondets eierandeler i verdens aksjemarkeder doblet seg i samme periode.

#### *Figur: Petroleumsinvesteringer*

Investeringene i petroleumsvirksomheten har økt betydelig de siste årene. Investeringene økte fra 2008 til 2009 til tross for at flere prosjekter ble utsatt eller kansellert etter at finanskrisen inntraff høsten 2008. Det gjenspeiler at investeringene i 2009 i stor grad var bestemt av kontrakter som ble inngått før finanskrisen. Investeringene falt imidlertid betydelig gjennom 2009.

Vi legger til grunn at investeringsvolumet vil falle ytterligere i år og neste år for så å ta seg opp i 2012 og 2013. Investeringsnedgangen for i år og neste år påvirkes av at prosjekter er utsatt og at store investeringsprosjekter går mot slutten.

#### *Figur: Eksport fra Fastlands-Norge*

Eksporten har tatt seg opp etter at verdenshandelen økte tidligere og noe sterkere enn ventet. Eksportbedriftene i vårt regionale nettverk melder om at ordrettilgangen har økt og at produksjonen ventes å øke de nærmeste seks månedene. Ny stigning i verdenshandelen vil bidra til at veksten i eksporten holder seg oppe.

#### *Figur: Realvalutakurser*

Målt ved relative lønnskostnader har norsk arbeidskraft aldri vært så kostbar som den er nå. Det kan føre til at norsk eksportindustri taper markedsandeler fremover. Det er ikke utsikter til at eksportprisene igjen vil øke like kraftig som på 2000-tallet da Norge fikk en betydelig bedring i bytteforholdet mot utlandet.

#### *Figur: Styringsrenten og utlånsrenter*

Norges Bank hevet styringsrenten i to omganger med til sammen 0,50 prosentenheter i fjerde kvartal i fjor. Utslaget i bankenes utlånsrenter har så langt vært noe mindre. Gjennomsnittlig utlånsrente til publikum økte med 0,09 prosentenheter fra tredje til fjerde kvartal, men renteøkningen i desember vil trolig først slå ut i år. Vektet utlånsrente på boliglån har økt med ¼ prosentenheter siden styringsrenten ble satt opp første gang i oktober.

#### *Figur: Gjeldsvekst til husholdninger og foretak og priser på bolig og næringsseiendom*

Mesteparten av fallet i bedriftsinvesteringene ligger nå trolig bak oss. Informasjon fra Regionalt nettverk tyder på at investeringene i privat tjenesteyting vil ta seg opp i løpet av året. Industribedriftene i Regionalt nettverk melder at investeringene vil falle fra 2009 til 2010. Kredittveksten til foretakene faller fortsatt, men Norges Banks utlånsundersøkelse for fjerde kvartal viste at bankene har lettet opp på kredittpraksisen overfor bedriftene. Igangsetting av næringsbygg har tatt seg litt opp siden i fjor sommer.

Boliginvesteringene falt kraftig fra 2007 til 2009. Det blir nå solgt flere nye boliger, og boligprisene har økt markert. Vi venter at boligbyggingen vil øke fremover. Kredittveksten til husholdningene har de siste månedene vært stabil.

#### *Figur: Husholdningenes disponible realinntekt og konsum (i)*

Veksten i privat konsum økte gjennom fjoråret, og vi venter at veksten vil fortsette. Til tross for det lave rentenivået, økte husholdningenes sparerate til et historisk høyt nivå i 2009. Dette skyldtes trolig dels at gjelden var blitt høy og at en del husholdninger derfor hadde behov for konsolidering, og dels stor usikkerhet på grunn av utsikter til økt ledighet og fall i verdien av boligformuen. Samtidig økte husholdningenes disponible realinntekt. Nesten halvparten av økningen skyldes lavere rentenivå.

Gjeldsbelastningen er fortsatt høy, men stabiliseringen av ledigheten på et forholdsvis lavt nivå har bidratt til å redusere usikkerheten. Rentenivået er fortsatt lavt. I tillegg har boligprisene økt. Vi venter derfor at spareraten vil falle, og anslår en vekst i privat konsum på 5 prosent i 2010.

#### *Figur: Produksjon*

Våre kontakter i det regionale nettverket meldte i februar at produksjonen ventes å vokse forholdsvis svakt de nærmeste kvartalene. Det er betydelige forskjeller mellom næringene. Bedriftene i oljeleverandørindustrien venter at aktiviteten skal fortsette å falle. I bygg og anlegg meldes det også om fortsatt produksjonsnedgang, mens bedrifter som leverer til husholdninger og eksport forventer at produksjonen skal øke fremover.

#### *Figur: Kapasitetsutnyttning*

Det er fortsatt få av våre kontakter som melder at kapasitetsproblemer vil gjøre det vanskelig å møte økt etterspørsel. Siden sist høst ser det ut til at kapasitetsutnyttningen har økt noe langs kysten, fra sørvest til nord. Mange av de næringene som går bra, holder til her.

Det gjelder blant annet oppdrett, fiske, deler av metallindustrien og de som leverer tjenester til drift i oljesektoren.

*Figur: Registrert ledighet*

Fallet i sysselsettingen stoppet opp mot slutten av fjoråret. Den samlede sysselsettingen i fastlandsøkonomien hadde da falt med om lag 30 000 personer siden høsten 2008. Nedgangen i sysselsettingen har vært mindre enn fallet i produksjonen kunne tilsagt. Produktiviteten har falt markert. Gjennom nedgangskonjunkturen har timeverkene falt noe mer enn antall sysselsatte. Ifølge kontaktene i vårt regionale nettverk har redusert bruk av overtid, delvise permitteringer og reduserte stillingsbrøker gitt lavere gjennomsnittlig arbeidstid. Dessuten har økt sykefravær bidratt. Gjennom 2010 venter vi at veksten i produksjonen vil øke gradvis, mens veksten i bruken av timeverk øker forholdsvis lite. Dette innebærer at sysselsettingen etter hvert vil bli bedre tilpasset produksjonsnivået, og at produktiviteten vil stige ytterligere gjennom 2010. Sammenliknet med tidligere nedgangskonjunkturer er produktivitetsutviklingen fortsatt svak.

Fall i yrkesdeltagelsen førte til at arbeidsstyrken ved utgangen av 2009 var lavere enn ved inngangen til året, til tross for en underliggende vekst i befolkningen i arbeidsdyktig alder. En del personer trekker seg ut eller velger å ikke gå inn i arbeidsstyrken når etterspørselen etter arbeidskraft avtar. Oppgangen i ledigheten fortsatte gjennom annen halvdel av fjoråret, men i et langt lavere tempo enn tidligere i lavkonjunkturen. Den registrerte ledigheten anslås å bli liggende om lag på dagens nivå ut året.

*Figur: Årslønnsvekst og arbeidsledighetsrate (AKU)*

Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) anslår at årslønnsveksten i 2009 var 4,1 prosent. Vi venter en ytterligere nedgang i lønnsveksten i 2010.

Usikkerheten i konkurranseutsatte virksomheter er fortsatt stor, og lønnsveksten hos handelspartnerne er lav. En reserve av utenlandske arbeidstakere og personer som midlertidig har trukket seg ut av arbeidsstyrken og som forholdsvis raskt kan vende tilbake, bidrar trolig til å dempe lønnsveksten. Samtidig er arbeidstakernes andel av inntektene i fastlandsøkonomien på et høyt nivå, etter å ha steget fra 62 prosent i 2005 til 65 prosent i 2009. På den andre siden stanser trolig arbeidsledigheten opp på et lavere nivå enn i tidligere nedgangskonjunkturer, og i deler av økonomien er ledigheten fortsatt lav. Mot slutten av prognoseperioden ventes lønnsveksten å ta seg opp.

*Figur: Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt*

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste 10 årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært noe lavere, men nær 2,5 prosent. Fra 2003 var konsumprisveksten gjennomgående noe lavere enn målet, og pengepolitikken var da innrettet med sikte på å bringe inflasjonen opp. I 2007 og 2008 tiltok prisveksten og kom noe over målet. Renten ble gradvis satt opp til et mer normalt nivå. Da utsiktene for norsk økonomi brått endret seg høsten 2008 var inflasjonen nær målet og inflasjonsforventningene godt forankret. Styringsrenten ble redusert høsten 2008 og fram til sommeren 2009 for å motvirke at

inflasjonen skulle falle for langt under målet og for å dempe utslagene av den internasjonale lavkonjunkturen på norsk økonomi. Reduksjonen i styringsrenten brakte realrenten ned på et nivå langt under sitt normale. Husholdninger og bedrifter kunne samtidig ha tillit til at den ekspansive pengepolitikken ikke ville bidra til pris- og lønnsspiraler på lengre sikt.

#### *Figur: Inflasjon*

I Norge har den underliggende prisveksten vært nær 2,5 prosent de siste månedene. Lavere lønnsvekst, redusert kapasitetsutnytting og lav internasjonal prisvekst har motvirket effektene av høyere energipriser og av at kronen svekket seg høsten 2008.

Konsumprisveksten ventes å falle til noe under 2 prosent i løpet av 2010 etter at kronen har styrket seg det siste året.

#### *Figur: Anslag på inflasjonen og produksjonsgapet i referansebanen*

Renten blir satt med sikte på at inflasjonen holder seg nær 2,5 prosent over tid, og at kapasitetsutnyttingen etter hvert kommer tilbake til et normalt nivå. I resten av inneværende år og neste år venter vi at veksten i norsk økonomi tar seg gradvis opp. Vi anslår at kapasitetsutnyttingen vil være nær et normalt nivå i 2011 og nå dette nivået i løpet av 2012. I våre anslag tar prisveksten seg gradvis opp mot 2,5 prosent mot slutten av prognoseperioden etter hvert som kapasitetsutnyttingen når et normalt nivå, og virkningen av kronestyrkingen fases ut. Lønnsveksten tar seg gradvis opp. I anslagene har vi lagt til grunn at produktiviteten gradvis blir høyere. Bedringen i produktiviteten reduserer kostnadspresset i bedriftene noe. Anslagene er i tillegg basert på at bedriftene kan styrke lønnsomheten ved å sette opp prisene.

#### *Figur: Endringer i renteprognosen*

Mot slutten av 2009 tok aktiviteten i norsk økonomi seg opp. Renten ble satt opp med 0,50 prosentenheter mot slutten av fjoråret med sikte på at inflasjonen over tid skal være 2,5 prosent. Ny informasjon tyder på at oppgangen i norsk økonomi fortsetter, men kapasitetsutnyttingen er trolig noe lavere enn vi ventet i fjor høst. Sammen med lavere renter ute, en sterkere krone og lavere lønnsvekst trekker det i retning av å justere ned renteprognosen noe fra forrige rapport.

#### *Figur: Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte*

Renten i Norge er lav. Effekten på privat forbruk av de kraftige rentekuttene i 2008 og 2009 er trolig ikke uttømt, og vi regner med høy forbruksvekst også inneværende år. Boligprisene har økt. Finanstilsynets nye retningslinjer for utlånspraksis til boligformål kan bidra til å dempe oppbyggingen av gjeld. Over tid kan husholdningenes låneopptak likevel øke mye og sparingen falle. Hensynet til å gardere oss mot risikoen for fremtidige ubalanser som kan forstyrre aktiviteten og inflasjonen et stykke fram i tid, trekker i retning av at renten gradvis bringes nærmere et mer normalt nivå.

På den annen side kan en markert renteøkning i Norge og høyere rentedifferanse mot utlandet gi risiko for at kronen blir sterkere enn anslått slik at inflasjonen blir for lav. Det vil gjøre det vanskelig å bringe inflasjonen opp mot målet innenfor en rimelig tidshorisont. En

sterk krone vil også kunne føre til lavere aktivitet i konkurranseutsatte næringer og dermed lavere kapasitetsutnytting i norsk økonomi. Det trekker i retning av at renten ikke bør settes opp for raskt.

Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men dempe de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Samlet tilsier utsiktene og risikobildet at styringsrenten økes gradvis i tiden fremover, men noe senere enn vi så for oss i oktober i fjor.

Hovedstyret vedtok 24. mars at styringsrenten bør ligge i intervallet 1½ - 2½ fram til neste rapport legges fram 23. juni 2010 med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser. Renten ble holdt uendret ved dette møtet. Det bygger på at inflasjonen og kapasitetsutnyttingen en tid kan bli litt lavere enn vi har anslått tidligere, og at renten bør økes noe senere enn vi så for oss i fjor høst.

Takk for at dere ville høre på!