

Utsiktene for norsk økonomi

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem for Regionalt nettverk, Region Øst, 25. september 2009.

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 23. september og Pengepolitisk rapport 2/09.

Det er ett år siden finanskrisen traff oss for alvor. Det førte til det sterkeste tilbakeslaget i verdensøkonomien siden 2. verdenskrig. Renten ble satt historisk lavt både ute og hjemme. Offentlig pengebruk har økt kraftig for å holde etterspørselen etter varer og tjenester holder seg oppe.

Aktiviteten i verdensøkonomien er nå i ferd med å ta seg opp, men fra et svært lavt nivå, og arbeidsledigheten er høy. Forholdene i finansmarkedene har bedret seg, men det er fortsatt lite likviditet i mange markeder.

Finanskrisen ga svikt i tillit til banker, motparter og kontraktspartnere. Tilgangen på eksportkreditter stoppet opp, internasjonal handel bremsset kraftig og industrien fikk ikke avsetning på sine produkter.

Bedring i finansmarkedene det siste halve året og økt tilgang på kreditt har ført til at verdenshandelen nå tar seg litt opp. I det siste har industriproduksjonen økt i USA, Storbritannia, Japan og mange fremvoksende økonomier, mens den fortsatt faller - om enn i lavere takt - i Sverige og euroområdet.

Vekst i offentlig etterspørsel, bedre tillit til finansmarkedene og de lave styringsrentene gjør at investeringene ute tiltar. Selv om situasjonen i verdensøkonomien nå ser ut til å ha stabilisert seg, er det fortsatt en risiko for at veksten kan forbli lav i en lengre periode fremover.

Den kraftige konjunkturedgangen og fall i råvarepriser har ført til svært lav eller negativ konsumprisvekst i mange land. Inflasjonen avtar fortsatt og er nå negativ blant annet i USA, euroområdet, Sverige, Japan og Kina. Kjerneinflasjonen er mer stabil, men også den har gått litt ned i det siste. Det lave aktivitetsnivået og den høye ledigheten vil begrense inflasjonen også i tiden som kommer.

Ett trekk ved krisen var kraftig økning i pengemarkedsrentene. Tilliten mellom bankene ble borte. Bankene reagerte med å øke rentene til bedrifter og husholdninger. De skrudde til lånekranen.

Tiltakene fra sentralbanker og stater har gitt større stabilitet. Etter hvert har også forholdene i de viktigste markedene blitt mer oversiktlige, med mindre mistro mellom aktørene. Risikoen for at utstedere av kreditt skal gå konkurs, har gått ned. Aktiviteten i pengemarkedene og obligasjonsmarkedene har tatt seg opp. Svingningene har blitt mindre.

Situasjonen i interbankmarkedet har bedret seg. Forskjellen mellom pengemarkedsrentene og forventede styringsrenter, som er en indikator på risikopåslagene i pengemarkedet, har falt. Påslagene i de norske pengemarkedsrentene har også falt.

Aksjemarkedene har steget siden tidlig i 2009. Svingningene i aksjemarkedet er blitt mindre, men er fortsatt større enn hva de var før finansuroen startet. Forventet inntjening i selskapene har ikke endret seg vesentlig siden mars 2009. Oppgangen i aksjemarkedene gjenspeiler trolig først og fremst en reduksjon i usikkerheten og risikopremiene.

Oljeprisen har doblet seg siden bunnen i desember 2008. Det må ses i sammenheng med reduksjoner i OPECs produksjon og bekymring for tilbudet fra land utenfor OPEC på lengre sikt. I tillegg venter flere markedsaktører at oljeetterspørselen fremover vil øke mer enn tidligere anslått fordi den økonomiske aktiviteten ute tar seg opp. Forventninger om fremtidig økonomisk vekst fører med seg økte fremtidspriser.

Oljeforbruket stiger nå i Kina, men har vært svært lavt i vestlige land. Det blir stadig mer ledig produksjonskapasitet i OPEC, og lagrene i industrilandene er høye. Oljeprisen har likevel holdt seg oppe. Den høye fremtidsprisen på olje gjør det lønnsomt å holde store lagre. Det er likevel en skjør likevekt. Svikter forventningene om økt etterspørsel, faller fremtidsprisene, og i så fall også prisen for øyeblikkelig levering. Store lagre kan da føre til ytterligere fall i prisen.

Kronen flyter og svinger en del. Den har en tendens til å styrke seg i gode tider og falle i verdi når norsk økonomi møter negative forstyrrelser. Likevel bidrar budsjettpolitikken og oljefondsmekanismen til stabilitet i kronen. Det ser vi tydelig hvis vi sammenligner utviklingen i kronen de senere år med valutaer til andre åpne økonomier som eksporterer mye råvarer, som Australia og New Zealand.

De siste månedene har svingningene i valutakursene avtatt og markedsaktørene er noe mer villige til å ta risiko. Norske kroner svekket seg betydelig i annet halvår i fjor, men har senere styrket seg en del.

Kostnadsnivået i norsk næringsliv, målt ved relative lønninger i felles valuta, er nå 10 prosent høyere enn gjennomsnittet for hele den perioden vi kan kalle oljealderen. Nivået vil stige fremover, selv om den nominelle kronen skulle holde seg uendret, fordi lønnsveksten er høyere her hjemme enn ute. Realkursen, målt ved utviklingen i konsumprisene i felles valuta, er på linje med et historisk gjennomsnitt, men vil kunne stige fremover som følge av høyere prisstigning i Norge enn ute.

Styringsrenten er nå nære null i mange land. Forventede styringsrenter ute har falt. Markedsaktørene venter en oppgang i styringsrentene i flere land etter årsskiftet.

Pengepolitikken i Norge er rettet inn mot å holde lav og stabil inflasjon. Det operative målet er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Inflasjonsmålet er et anker for forventningene om fremtidig inflasjon i valutamarkedet, for partene i inntektsoppgjørene og for de som setter priser på varer og tjenester. De siste årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært ganske nær, men noe lavere enn, målet på 2,5 prosent.

Veksten i konsumprisene nådde en topp i oktober 2008. Den har siden avtatt. Fra august i fjor til i august i år var veksten i konsumprisindeksen (KPI) 1,9 prosent. Prisveksten målt ved KPI svinger en del fra måned til måned, i første rekke som følge av store utslag i energiprisene.

KPIXE viser utviklingen i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energiprisene. Denne indikatoren gir et bedre bilde av den underliggende prisveksten. Målt slik, nådde prisveksten en topp på 3 prosent i fjor høst. Siden har den underliggende prisveksten avtatt og var i august 2,3 prosent. Den underliggende inflasjonen er nå under inflasjonsmålet. Inflasjonen avtar som følge av nedgangen i produksjon og lønnsvekst vi så i fjor og senvinter i år, og ventes å falle til under 2 prosent tidlig neste år.

Utviklingen i inflasjonen fremover avhenger av hvor raskt kapasitetsutnyttningen tar seg opp, og av utviklingen i kronekursen. Aktiviteten i norsk økonomi har holdt seg bedre oppe enn ventet for bare noen få måneder siden. Høyere kapasitetsutnyttning og lav produktivetsvekst kan gi større kostnadspress enn ventet og trekke i retning av noe høyere prisvekst på mellomlang sikt.

Finanskrisen og det økonomiske tilbakeslaget ute har gitt store utslag også for norsk økonomi. Det har derfor vært satt i verk en rekke tiltak for å dempe virkningene av finanskrisen. Tiltakene har gjort at likviditetskrisen ikke fikk utvikle seg til en soliditetskrise for bankene og en krise i norsk realøkonomi.

Norges Bank har tilført mer likviditet til bankene og lempet på kravene til sikkerhet for lån. Vi har ytt kreditt med lengre løpetid, brukt valutabytteavtaler både mot dollar og euro for å tilføre norske kroner samt lånt norske banker dollar som vi nå selv kan skaffe oss fra den amerikanske sentralbanken. Styringsrenten er blitt redusert med 4,50 prosentenheter siden 15. oktober i fjor, til 1,25 prosent. For å lette bankenes mulighet til å finansiere seg har staten gitt bankene tilgang til likvide statspapirer i bytte mot boliglånsobligasjoner utstedt av bankenes kredittforetak. Staten har også gitt økte lån og garantier for norsk eksport og økt rammene for statsbankene. Samtidig får Folketrygdfondet øke sine kjøp av obligasjoner. For å sikre bankenes soliditet legger myndighetene opp til å tilføre risikokapital til norske banker gjennom Statens finansfond. For å dempe fallet i aktiviteten i norsk økonomi, øker statens utgifter med over 10 prosent i år.

Tiltakene som ble iverksatt har vært tilpasset en situasjon der finansmarkedene lå nede for telling. Bankene og næringslivet kan nå igjen skaffe seg finansiering i markedet. Ordningen med bytte av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) mot statspapirer har i vesentlig grad bidratt til å sikre bankene langsiktig finansiering. I vår så vi de første tegn til at markedet for obligasjoner med fortrinnsrett begynte å åpne seg. Minsteprisen i bytteordningen tilpasses derfor nå den renten som ser ut til å danne seg i markedet. Bruken av ordningen kan da også fases ut.

I perioden vi har bak oss, har behovet for å tilføre likviditet til bankene vært svært høyt.

I tillegg har den underliggende strukturelle likviditeten i banksystemet, det vil si hva likviditeten ville ha vært uten Norges Banks likviditetsoperasjoner, vært negativ de siste årene.

Den strukturelle likviditeten påvirkes av inn- og utbetalinger på statens konto i Norges Bank og er anslått å øke fremover. Det skyldes først og fremst at staten finansierer økte utlån til statsbankene, utbetalingene til Statens obligasjonsfond og Statens finansfond ved å trekke ned sine innskudd i Norges Bank. Da vil banksystemets etterspørsel etter lån fra Norges Bank gå vesentlig ned.

Finanskrisen førte til en realøkonomisk krise i de fleste land. Finanspolitiske tiltak ble satt i verk etter hvert som det ble klart hvor sterkt finanskrisen rammet aktivitetsnivået i økonomiene. Mange stater har lånt svært mye. Med få unntak er alle industriland i netto gjeldsposisjon fra før, og mange står overfor finansieringsproblemer knyttet til en aldrende befolkning. Skal verdensøkonomien komme godt ut av dette, må statene være i stand til å stabilisere gjelden sin om ikke for lenge, slik at det ikke blir en kjede av statsfinansielle kriser. Norge er i særstilling på bakgrunn av statens petroleumsinntekter.

Penge- og finanspolitikken har stimulert den innenlandske etterspørselen og produksjonen. Veksten i BNP for Fastlands-Norge var høyere i annet kvartal enn det vi anslo i siste pengepolitiske rapport. Husholdningens forbruk ser ut til på ny å øke.

Aktiviteten i oljeindustrien har også bidratt til en mer stabil utvikling i norsk økonomi. Flere feltutbygginger er planlagt på norsk sokkel i årene som kommer, men krever nok en oljepris som ligger over 60 – 70 dollar per fat for å være lønnsomme.

Begivenhetene i september i fjor spredde seg raskt til bedriftene i vårt regionale nettverk. I august i fjor fortalte industribedriftene at veksten ville holde seg oppe. I november beskrev de omslaget som et "infarkt".

Norges Bank etablerte sitt regionale nettverk i 2002. Gjennom regelmessige samtaler med norsk næringsliv får vi informasjon om bedriftenes vurdering av utsiktene fremover før annen offisiell statistikk foreligger. Denne informasjonen er derfor en viktig del av beslutningsgrunnlaget i utformingen av pengepolitikken.

Statistisk sentralbyrås kvartalsvise nasjonal regnskap (KNR), foreligger om lag 50 dager etter kvartalets slutt. Regionalt nettverk, leverer tall for samme kvartal på et langt tidligere tidspunkt. I 2008 kunne Regionalt Nettverk gi klare holdepunkter på at produksjonen i Fastlands-Norge falt markant i 4. kvartal, allerede i desember samme år. Mer enn 2 måneder senere, 19. februar 2009, ble nasjonalregnskapstall for 4. kvartal publisert.

Sysselsettingen har holdt seg godt oppe her hjemme i nedgangskonjunkturen. Arbeidsledigheten ser ut til å bli vesentlig lavere enn ventet. Sesongjustert var den registrerte ledigheten i august 2,9 prosent. Det siste året har ledigheten økt mest i Aust-Agder, Sør-Trøndelag, Østfold og Vestfold og minst i Sogn, Akershus og Finnmark. Oslo har høyest ledighet med 3,9 prosent i august. Den lave ledigheten kan skyldes at bedriftene velger å holde på sine arbeidstakere. Det kan være at bedriftene ved forrige konjunkturomslag opplevde problemer og høye kostnader ved nyrekruttering og derfor nå

velger å holde en viss arbeidskraftreserve. Økt offentlig pengebruk har bidratt til at den offentlige sysselsettingen har holdt seg oppe. Dersom utviklingen ute blir dårligere og slår sterkere inn i norsk produksjon, kan ledigheten tilta.

Det registreres fortsatt mellom 1000 og 2000 nye arbeidssøkere fra andre land hver måned, selv om personer fra nye EU-land etter 1. mai ikke lenger behøver arbeidstillatelse hvis de skal jobbe kortere enn 3 måneder. Nivået på registrerte arbeidstillatelser ser imidlertid ut til å ha stabilisert seg det siste året.

Innstrømmingen er lavere enn hva den var fram til sommeren 2008, men strømmen har ikke stoppet helt opp.

I fjor, da tilliten mellom bankene forsvant, rammet det også husholdningenes boligfinansiering. Bankene tilbød ikke lenger mellomfinansiering. Omsetningen av boliger falt, men har nå tatt seg opp igjen.

Boligprisene stiger etter å ha falt kraftig i andre halvår i fjor. Det var viktig i fjor høst å få boligmarkedet i gang igjen. Det gir også etter hvert grunnlag for at boligbyggingen kan ta seg opp. Men, det er liten grunn til å glede seg over at boligprisene igjen skyter fart. Boligprisnivået i Norge er svært høyt, og det ekstra løftet vi nå har fått, øker bare fallhøyden.

Utviklingen her hjemme, og i enda større grad i andre land, viser at virkemidlene i den økonomiske politikken ikke er fullgode. Det er særlig samspillet mellom kreditt og bolig- og eiendomspriser som skaper utfordringer.

Rentesettingen påvirker dette samspillet bare indirekte. Renten går opp i gode tider når vi venter at inflasjonen vil tilta og ned når vekst og inflasjon avtar. Renten er et grovt virkemiddel, som vi kan bruke til å holde inflasjonen i sjakk over tid og slik bidra noe til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.

I en liten åpen økonomi som vår er valutakursen viktig for inflasjonen og aktivitetsnivået. Det er derfor lite rom for å sette renten særskilt med sikte på å påvirke eiendomsmarkedene og veksten i kreditt. Forsøk på en klart strammere linje i pengepolitikken i oppgangsperioden fra 2003 til 2008 vil for eksempel gitt høyere kapitalinngang, klart sterkere krone og mindre industri, enda lavere inflasjon, større vekst i reallønn og flere lån til husholdninger og bedrifter i utenlandsk valuta. Veksten i kreditt og boligpriser ville trolig blitt lite påvirket. I tillegg til euforien i boligmarkedet, ville vi også fått en periode med sterkt overvurdert krone.

Ifølge Norges Banks utlånsundersøkelse fortsatte bankene å stramme inn kredittpraksisen overfor foretak i andre kvartal, mens kredittpraksisen overfor husholdninger var om lag uendret. I tredje kvartal forventer bankene om lag uendret kredittpraksis overfor både foretak og husholdninger.

I samme undersøkelse rapporterte bankene om ytterligere nedgang i etterspørselen etter lån fra ikke-finansielle foretak i annet kvartal. Foretakenes låneetterspørsel forventes å stabilisere seg i inneværende kvartal. Husholdningenes låneetterspørsel var om lag uendret i annet kvartal, mens bankene venter en økning i husholdningenes etterspørsel fremover.

Uroen i finansmarkedene fra sommeren 2007 førte til kraftig oppgang i renter på kreditt. Den kulminerte i første kvartal i år. Senere er påslagene kraftig redusert, men kanskje ikke fullt ut normalisert.

Bankenes utlånsrenter til foretak var på det høyeste i gjennomsnitt 8 prosent i fjor og er nå blitt redusert til 4¾ prosent, men, også her har marginene økt.

Norges Banks hovedstyre vedtok i juni at styringsrenten bør ligge i intervallet ¾ - 1¾ prosent fram til neste pengepolitiske rapport legges fram 28. oktober 2009 med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

I hovedstyrets begrunnelse for rentebeslutningen 23. september, la vi vekt på følgende:

Den underliggende prisveksten er nå i underkant av målet. Kronen har styrket seg. Sammen med fortsatt lav importert prisstigning vil det bidra til å holde prisveksten under målet det nærmeste året. Det taler for å holde renten lav en stund fremover.

Veksten i norsk økonomi har tatt seg raskere opp enn vi ventet for noen måneder siden. Høy aktivitet i oljeindustrien har sammen med tiltakene i penge- og finanspolitikken bidratt til å holde etterspørselen etter varer og tjenester oppe. Sysselsettingen er stabil, og arbeidsledigheten ser ut til å bli vesentlig lavere enn ventet, til tross for nedgang i industri og bygg og anlegg. Den lave renten bidrar til ny vekst i husholdningenes forbruk. Høyere kapasitetsutnyttning og lav produktivitetsvekst kan øke kostnadspresset. Det trekker i retning av høyere prisvekst og taler for å øke renten tidligere enn anslått i siste pengepolitiske rapport.

Det var riktig å holde styringsrenten uendret ved dette møtet, men ett alternativ med å øke renten ble også vurdert.

Takk for at dere ville høre på!