

Renter, valutakurs og utsikter for norsk økonomi

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem for Næringsforeningen i Trondheim, 28. november 2007

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 31. oktober og Pengepolitisk rapport 3/07.

Innledning

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Målet om lav og stabil inflasjon gir økonomien et nominelt ankerfeste. Det betyr at alle aktører i økonomien – både husholdninger og bedrifter, store og små – kan legge til grunn for sin planlegging at inflasjonen vil være lav og stabil.

I en liten, åpen og desentralisert markedsøkonomi som vår, og med vår særegne næringsstruktur, vil konjunktorene svinge en del. Når aktørene i det økonomiske livet har tillit til at inflasjonen er lav og stabil over tid, kan renten settes også med sikte på å dempe svingningene noe.

Lav prisstigning og god vekst i norsk økonomi

Prisstigningen i Norge falt markert fra slutten av 1980-tallet fram mot midten av 1990-tallet og har senere vært lav og stabil og ganske nær, men noe lavere enn målet på 2,5 prosent, med vesentlig mindre svingninger enn tidligere.

Etter en periode med svært lav inflasjon i 2004 var prisveksten på vei opp gjennom 2005. Den innenlandske prisveksten avtok deretter uventet i 2006. Lavere strømpriser har medvirket til at den samlede konsumprisveksten målt ved KPI har falt i inneværende år. Den underliggende prisveksten, det vil si prisveksten justert for avgiftsendringer og energivarer, var lenge nokså stabil mellom 1 og 1½ prosent. Den underliggende prisveksten har gradvis tiltatt siden sensommeren i fjor. De siste tallene tyder på at den underliggende inflasjonen nå ligger rundt halvannen prosent.

Norsk økonomi er i en høykonjunktur etter en sterk oppgang siden sommeren 2003. Oppgangen avløste en periode med dempet vekst fra 1998 og et mildt tilbakeslag i 2002 og inn i 2003. Veksten har vært sterkere enn i oppgangskonjunktoren på midten av 1990-tallet. Vi har bak oss en uvanlig lang vekstperiode. Så langt i konjunkturoppgangen har fastlandsøkonomien i gjennomsnitt vokst med vel 4 prosent i året. I år ser veksten ut til å bli over 5 prosent.

Veksten er svært sterk til å være så langt ut i konjunkturen. Det kommer tydelig fram når vi sammenligner med oppgangskonjunkturene på 1980- og 90-tallet.

Arbeidsledigheten har falt kraftig og er nå svært lav. Arbeidsmarkedet er stramt. Vi må tilbake til andre halvdel av 1980-tallet for å finne like lav ledighet, og sysselsettingen stiger mer i år enn i manns minne. Det anslås at antall sysselsatte personer øker med 3,5 prosent i år. Det er i så fall den sterkeste veksten som er målt i etterkrigstiden. Antall ledige stillinger per arbeidsledig har ikke vært målt høyere. Det er mangel på kvalifisert arbeidskraft i mange yrker.

Samtidig som ledigheten har falt kraftig er lønnstakernes andel av verdiskapingen i næringslivet blitt redusert, fra rundt 75 prosent på slutten av 1980-tallet til 70 prosent på slutten av 1990-tallet, og den er nå i underkant av 65 prosent. Den gode veksten i produktiviteten og de høye prisene på eksportvarer og leveranser til oljevirksomheten har bidratt til at lønnsandelen har falt de siste årene. Den gode tilgangen på arbeidskraft har trolig virket dempende på lønnsveksten. Økt globalisering kan ha gjort at norske virksomheter i større grad har mulighet til å flytte produksjonen fra Norge til utlandet dersom lønnskostnadene blir for høye. En slik utvikling virker trolig dempende på lønnskravene til arbeidstakerne i næringer hvor bedriftene har slike muligheter.

Historisk har det vært en tendens til at lav ledighet har gått sammen med høy lønnsandel. Utviklingen de siste årene har gitt grunnlag for sterk vekst i sysselsettingen samtidig som lønnsandelen har falt.

Både arbeidstakere og virksomheter kommer godt ut. Lave importpriser har ført til lav vekst i konsumprisene og en solid økning i reallønnen til arbeidstakerne. Høye eksportpriser har medvirket til å holde veksten i bedriftenes reallønn nede. Sammen med en høy vekst i produktiviteten har dette gitt høy inntjening i foretakene og god vekst i sysselsettingen.

Utnyttningen av produksjonsressursene i økonomien, arbeidskraft og realkapital, har økt markert siden sommeren 2003. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk melder om høy kapasitetsutnyttning og begrenset kapasitet i de fleste næringene og regionene, og som nevnt knapt med arbeidskraft i snart alle yrker. I enkelte kommuner har det vært rapportert om flere ledige stillinger enn arbeidssøkere. Vi hører også om knapphet på andre innsatsfaktorer. Vi må tilbake til 1970-tallet for å finne så hyppige rapporter om rent fysiske produksjonsskranke.

Tilbakemeldingene fra bedriftene i Midt-Norge skiller seg ikke så mye fra resten av landet. Det meldes om god vekst i alle næringer. Sterkest vekst synes det å være i varehandelen og tjenesteyting, mens det i bygg og anleggsbransjen bare er moderat vekst. Det er forventninger om fortsatt vekst, men kapasitetsproblemer gir mindre rom for vekst i flere næringer. Stadig flere bedrifter rapporterer om lite ledig kapasitet. For de fleste er tilgangen til arbeidskraft den viktigste skranken. Investeringene ventes fortsatt å vokse for alle næringer og i kommunene. Også sysselsettingen vokser, med unntak av i bygg- og anleggsnæringen, hvor veksten i sysselsettingen nå virker å ha flatet ut. Bedriftene venter klart høyere lønnsvekst enn på samme tidspunkt i fjor. I konkurransen om arbeidskraft sier bedriftene at økt lønn er et viktig virkemiddel.

Etter en lang periode med høye boliginvesteringer og stigende priser ser aktiviteten i boligmarkedet nå ut til å avta. Boligprisene har falt sesongjustert fire måneder på rad. Veksten i boligprisene de siste årene har gått hånd i hånd med en sterk økning i husholdningenes gjeld. Kredittveksten er fortsatt høy. Økte renter og fallende boligpriser kan føre til at konsumveksten avtar og sparingen tiltar fremover.

Det er store regionale forskjeller i veksten i boligprisene, men trenden har vært den samme fra siste årsskifte. Prisveksten avtar i alle regioner. I Hedmark og Oppland er tolv månedersveksten i boligprisene nå negativ, og den nærmer seg null også i Trøndelagsfylkene.

Den sterke veksten i boligprisene har vært fulgt av økt omsetning fram til sommeren i år. Tilbudet av boliger til salgs har variert noe de siste årene, men siden sommeren 2006 har det vært en kraftig økning. Det kan forklare noe av nedgangen i boligprisene de siste månedene.

Denne konjunkturoppgangen skiller seg fra tidligere oppganger ved at prisstigningen så langt har holdt seg lav til tross for sterk vekst og økende kapasitetsutnyttning. Det er flere årsaker til dette.

For det første: Lave importpriser og høye priser på vår råvareeksport har forbedret Norges bytteforhold til utlandet betraktelig. Prisene på olje og gass, frakt, fisk, industrielle råvarer og verkstedsprodukter har steget markert. Samtidig har norske importører fått tilgang til nye markeder i Sentral-Europa og Asia som gir vesentlig billigere konsumvarer. Bytteforholdet er bedret med om lag 40 prosent siden 2002. Den siste tiden har imidlertid bytteforholdet til utlandet falt noe. Dette skyldes blant annet svakere priser på norske eksportvarer, som metall. I tillegg slår noe økte importpriser negativt inn.

For det andre: God tilgang på arbeidskraft har vært viktig for produksjonsveksten. Den sterke befolkningsveksten har økt vekstevnen i norsk økonomi uten at lønnsveksten har økt tilsvarende. Særlig har tilgangen på arbeidskraft fra andre land økt kraftig etter at EU ble utvidet i 2004. De to siste årene utgjør slik arbeidskraft over 30 prosent av veksten i arbeidsstyrken i vårt land. Norske virksomheter har samtidig kunnet være mer dristige i å påta seg nye oppdrag og å investere, i visshet om at de kan hente arbeidskraft fra hele Europa.

For det tredje: Veksten i produktiviteten har vært uvanlig sterk. Det gjelder både bedrifter som konkurrerer i utlandet, og de som leverer varer og tjenester her i Norge. Når vi sammenlikner med andre land, er det særlig utviklingen i produktiviteten i bankene og andre tjenesteytende næringer som skiller seg ut. Det gir lavere produksjonskostnader. Næringslivet har vært preget av høy omstillingsevne og evne til å ta i bruk ny teknologi som er tilgjengelig i et internasjonalt marked. Det er trolig et resultat av moderniseringen av økonomiens virkemåte på 1980- og 1990-tallet som ga mer effektive markeder. I tillegg gjenspeilte veksten i arbeidskraftens produktivitet et markert fall i sykefraværet i 2004.

Utsiktene for norsk økonomi

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Norges Bank må derfor se fremover når renten settes. Utviklingen i priser og kapasitetsutnyttelse her hjemme påvirkes både av innenlandske forhold og av den økonomiske utviklingen i andre land.

Siden slutten av juni har penge- og kredittmarkedene internasjonalt vært preget av kraftige svingninger, dårlig likviditet og mindre vilje til å ta risiko. Bakgrunnen for uroen er problemer i det amerikanske boligmarkedet. Fra andre halvår 2006 misligholdt amerikanere med lav kredittverdighet sine boliglån, såkalte "subprime"-lån. Det var utviklet verdipapirporteføljer rundt disse lånene. Usikkerhet oppstod hos bankene og investorer som direkte eller indirekte var utsatt for tap ved lån til kunder med lav kredittverdighet. Forventet tap på verdipapirer med pant i boliglån økte. Investorer ble etter hvert mer forsiktige med å ta risiko. Rentepåslaget på verdipapirer utstedt av bedrifter økte merkbart. Kredittpåslaget har vært størst for de mest usikre papirene, det vil si verdipapirer med sikkerhet i lån til kunder med lav kredittverdighet.

En annen effekt av uroen er såkalt kredittmigrasjon, det vil si at verdipapirer har endret verdigradering etter hvert som konsekvensene av uroen har blitt synlige. Det vil si at et verdipapir som før hadde gradering AAA, nå kanskje har fått gradering AA eller dårligere.

Uroen spredde seg raskt til andre deler av finansmarkedene. For bankene, som dels var direkte involvert og dels hadde stilt kredittlinjer til rådighet for andre involverte aktører, var usikkerheten om egne og andres mulige tap og behovet for egen likviditet særlig stor. Det kan være vanskelig for bankene å styre utvikling i egen balanse, fordi det er usikkert hvor store lån de blir sittende med som ellers ville vært finansiert i obligasjonsmarkedet. De ble dermed svært tilbakeholdne med å låne penger til hverandre. Renten i pengemarkedene økte kraftig, også i Norge.

Smitten til det norske pengemarkedet kom som følge av at en vesentlig andel av norske bankers finansiering i dag hentes fra utlandet. Det europeiske dollarmarkedet har vært en mye brukt kilde til finansiering for norske banker. Det skyldes både at bankene har betydelige utlån i dollar og at dette markedet benyttes til å skaffe likviditet i norske kroner. Det siste skjer ved at bankene låner i dollar for så å bytte valutaen mot norske kroner.

Uroen i finansmarkedene og usikkerhet knyttet til utviklingen i boligmarkedet i USA har ført til at markedsaktørenes forventninger til den økonomiske veksten og sentralbankenes styringsrenter har falt, både på kort og lang sikt. Det er knyttet stor usikkerhet til hvor lenge uroen vil vare og konsekvensene av den på realøkonomien. Den amerikanske sentralbanken har redusert styringsrenten to ganger denne høsten, noe som har medvirket til ytterligere nedjustering av renteforventningene både i USA og resten av verden, også i Norge.

Forholdet mellom rentene ute og hjemme kan ha betydning for kronekursen. På kort sikt er det derimot mer varierende hva som påvirker kronekursen. Høy oljepris og styrking av kronen ser tidvis ut til å henge sammen, men vi har også sett perioder med kronestyrking og lavere oljepris. Kronen styrket seg da rentedifferansen mot utlandet var høy i 2002, men kronekursen falt tilbake ettersom rentenivået i Norge kom ned på handelspartnernes nivå.

Tidligere har vi sett at markedsure har gått sammen med en svakere krone. I høst har vi sett at kronen styrket seg i perioden med markedsure, for så å svekke seg noe de siste ukene. Dette avspeiler at temaene i valutamarkedet skifter. Men kronen ser ut til å bli vel 3 prosent sterkere i gjennomsnitt i annet halvår i år enn i første halvår, og om lag 1,5 prosent sterkere i år enn i fjor. Kursutviklingen virker dempende på prisstigningen.

Når vi har et inflasjonsmål følger det at vi vil være vare for virkningene på kronekursen av økte renter når prisstigningen er lav.

Veksten internasjonalt vil også ha betydning for oljeprisen og utviklingen i andre råvarepriser. Oljeprisen er høy og terminprisene indikerer fortsatt høy oljepris. Oljeprisen (Brent Blend) har i gjennomsnitt så langt i år vært nær 70 dollar per fat. De siste månedene har prisen ligget godt over dette nivået. Gassprisen har også økt de siste årene. Dette må ses i sammenheng med oppgang i oljeprisen og knapphet på gass i Europa. Gassprisen falt noe i første halvår 2007. Nedgang i britiske gasspriser og nedgang i oljepris første halvår i år bidro til dette. Både de britiske gassprisene og oljeprisen har steget igjen i høst. Gassprisene forventes å bli liggende på et høyt nivå, og prisen på norsk gass vil kunne stige fremover.

Høy oljepris over lengre tid har gitt økte investeringer i olje- og gassvirksomheten og har ført til sterk oppgang i den innenlandske aktiviteten de siste årene. Nivået på oljeinvesteringer er historisk høyt og utsiktene fremover er gode. Funnraten på norsk sokkel ser ut til å bli høy i inneværende år. Antall søkere til nye leteaktiviteter er uvanlig stort. Sammen med høy oljepris medvirker disse faktorene til økt aktivitet på norsk sokkel, også i tiden fremover. Samtidig er sammensetningen av produksjonen i ferd med å endres. Oljeproduksjonen er på vei nedover og har ikke vært lavere siden 1994. Gassproduksjonen fortsetter å øke, og i 2007 startet produksjonen på de store gassfeltene Ormen Lange og Snøhvit. Olje- og energidepartementet anslår at samlet petroleumproduksjon gradvis vil avta i årene fremover.

Prisen på råvarer utenom energi har økt mye siden 2002. Prisstigningen var særlig sterk våren 2006, da prisene på metaller økte hele 45 prosent fra mars til juni. Økningen i metallpriser er i hovedsak drevet av sterk økonomisk vekst internasjonalt, særlig i Kina og andre fremvoksende økonomier. Også prisene på matvarer og jordbruksprodukter utenom mat har økt de siste årene. Økte energipriser har gitt høyere produksjonskostnader og ført til økte priser på matvarer og andre jordbruksprodukter. I tillegg har økt etterspørsel etter biobrensel medvirket, siden jordbruksprodukter og -arealer brukes i produksjonen. I årene fremover ventes fortsatt høy vekst i etterspørselen etter råvarer. Tilbudet vil også trolig øke. Prisen på metaller ventes å falle noe, men sannsynligvis ikke tilbake til 2002-nivå.

Lakseprisen svinger mye og er drevet av ulike faktorer, både i Norge og internasjonalt. Lakseprisen steg kraftig sommeren 2006. Dette var drevet av en sterk etterspørselsvekst etter laks, spesielt i Europa. Kontaktbedrifter i Norges Banks regionale nettverk meldte blant annet om økende etterspørsel etter laks med særlig høy kvalitet. Fugleinfluenza og andre kriser som er koblet til kjøttprodukter drev frem fisk som et foretrukket produkt. Utover høsten 2006 falt lakseprisen tilbake igjen til nivåer før den høye prisoppgangen, blant annet som følge av noe lavere etterspørsel, men også økt tilbud av laks.

Innretningen av finans- og pengepolitikken

Regjeringen bruker statsbudsjettet til å påvirke den økonomiske utviklingen. Statens oljeinntekter fases i sin helhet over til Statens pensjonsfond – Utland (oljefondet) og plasseres i verdipapirer i utlandet. Men som ledd i budsjettvedtaket bestemmer Stortinget en årlig overføring fra fondet til å dekke det underskuddet statsbudsjettet viser når oljeinntektene og kapitalinntektene i fondet holdes utenom. Den årlige pengeoverføringen – den direkte bruken av oljeinntektene – er blitt kraftig redusert de senere årene, men ventes å øke noe neste år. Utviklingen gjenspeiler at statens vanlige avgifts- og skatteinntekter har økt markant som følge av den kraftige konjunkturoppgangen. Det reflekterer igjen at statsbudsjettet automatisk bidrar til å dempe konjunktursvingningene ved at det trekkes mer penger inn til staten i gode enn i dårlige tider.

Hadde vi ikke hatt en høykonjunktur, men mer normale økonomiske tider, ville det vært nødvendig med en vesentlig større overføring fra oljefondet til statskassen for å skape balanse i budsjettet. Denne aktivitetskorrigerede overføringen er beregnet til vel 71 milliarder kroner i år og knapt 77 milliarder neste år, og den har økt gradvis over tid. Det er denne beregnede størrelsen som regjeringen og Stortinget har trukket opp en plan for og som er kalt handlingsregelen for finanspolitikken. Den sier at staten i årlig gjennomsnitt over konjunkturforløpet skal anvende forventet avkastning – 4 prosent – av oljefondet. På grunn av det høye aktivitetsnivået har regjeringen valgt å foreslå å bruke noe mindre penger fra oljefondet neste år enn de fire prosentene av innestående ved inngangen til året.

Skatteopplegget for neste år virker temmelig nøytralt på aktiviteten i økonomien. De skatte- og avgiftssatsene som er foreslått vil gi om lag de samme inntektene til det offentlige som en videreføring av årets satser ville ha gitt. Statsbudsjettet vil samlet likevel virke til å stimulere aktiviteten. Det kommer til uttrykk i at veksten i verdien av utgiftene er ganske sterk og sterkere enn den veksten som normalt kan ventes i verdien av verdiskapingen i fastlandsøkonomien.

Norges Banks rentesetting baserer seg på to hovedkriterier for den fremtidige renteutviklingen. For det første settes renten slik at inflasjonen stabiliseres nær målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover. Dernest skal rentebanen gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjon og forløpet for kapasitetsutnyttningen. I avveiningen tas det hensyn til at eiendomspriser og kronekursen også kan påvirke utsiktene for produksjon, sysselsetting og inflasjon.

I de pengepolitiske rapportene presenteres resultatene av denne avveiningen blant annet i form av en figur, som gir referansebaner for renten, inflasjonen og kapasitetsutnyttningen i økonomien.

I Pengepolitisk rapport 3/07 ble det pekt på at utsiktene for inflasjonen preges av motstridende krefter. Prisveksten på tjenester og norskproduserte varer tiltar. Høykonjunktoren i norsk økonomi fortsetter. Det er uvanlig sterk etterspørsel etter innsatsvarer og arbeidskraft. Samtidig hadde kronen styrket seg betydelig. Det kan holde

prisstigningen tilbake. Analysene tilsier at styringsrenten skal settes ytterligere opp, men noe mindre enn vi så for oss i juni.

På rentemøtet 31. oktober besluttet Norges Banks hovedstyre å holde styringsrenten uendret på 5 prosent. Samtidig ble det gjort klart at styringsrenten mest sannsynlig vil ligge i intervallet 4¾ til 5¾ til neste rapport legges fram i mars 2008, med mindre norsk økonomi blir utsatt for uventet store forstyrrelser.

Prognosene er beheftet med stor usikkerhet. Anslagene for inflasjonen, produksjonen, renten og andre størrelser er basert på en vurdering av den aktuelle økonomiske situasjonen og hvordan økonomien virker. Vi har illustrert usikkerheten i anslagene for rente, inflasjon og kapasitetsutnyttelse med sannsynlighetsvifter. Jo bredere viftene er, desto mer usikre er prognosene. Skulle utviklingen i økonomien bli om lag slik vi ser for oss, kan aktørene i økonomien regne med at også renteutviklingen blir om lag som anslått. Renten kan derimot bli annerledes enn det vi nå ser for oss dersom de økonomiske utsiktene endres, eller dersom endringer i renten påvirker produksjon, sysselsetting og priser på en annen måte enn forutsatt.

Takk for at dere ville høre på!