

Konjunkturer, internasjonal usikkerhet og pengepolitikk

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Berge på ACI Norges generalforsamling, 6. september 2007

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 15. august og Pengepolitisk rapport 2/07.

Innledning

La meg først få takke for invitasjonen til denne generalforsamlingen. I moderne sentralbanker legges det stadig mer vekt på åpenhet og kommunikasjon, og for oss er det å komme hit og fortelle om pengepolitikken en viktig del av arbeidet med å øke forståelsen for det vi driver med. Det har ikke alltid vært slik i alle sentralbanker, for eksempel var det først i 1994 at den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, begynte å publisere beslutningene om renteendringer. Fram til da hadde markedsaktørene vært nødt til å følge utslagene i markedsrentene for å gjette på hvilken beslutning sentralbanken hadde tatt. Jeg antar de fleste av dere som er til stede her i dag setter pris på at den tiden er over.

I dette foredraget skal jeg først ta for meg den økonomiske utviklingen i Norge og innretningen av pengepolitikken. Deretter vil jeg knytte noen kommentarer til den uroen som har vært i internasjonale finansmarkeder de siste ukene. Jeg forstår det slik at mange av dere som er til stede her har en særlig interesse av utviklingen i valutakursen, og jeg vil derfor komme nærmere inn på den mot slutten av foredraget.

Konjunktorene og den pengepolitiske innretningen

Norsk økonomi er nå inne i en høykonjunktur. De siste tre årene har BNP Fastlands-Norge årlig vokst med om lag 4½ prosent, og den sterke veksten har fortsatt inn i 2007. I første halvår var den annualiserte veksten nær 6 prosent, og selv om BNP-veksten i tredje og fjerde kvartal skulle bli lik null, vil årsveksten bli godt over 4 prosent. Som figuren viser, har det ikke vært fire år på rad med så sterk vekst i perioden tilbake til 1971.

Samtidig har produktivitsveksten i norsk økonomi vært sterk, og tilgangen på arbeidskraft har vært god. Vekstevnen i økonomien har derfor vært høy. Lave renter, vekst i offentlig etterspørsel og i oljeinvesteringene, samt høy internasjonal vekst har gitt god inntektsvekst i husholdningene og i næringslivet. Lave renter har i tillegg gjort det mer lønnsomt å fremskynde forbruk. En kraftig bedring i bytteforholdet med utlandet kan ha gitt husholdningene økte forventninger til fremtidig inntekt i tillegg til å ha bidratt til den økningen i faktiske inntekter som har funnet sted. Samlet har dette økt etterspørselen etter varer og tjenester.

Så langt er det få tegn til avmatting i økonomien. Veksten i etterspørselen er fortsatt høy. Investeringene i petroleumssektoren har økt ytterligere. God vekst i andre land og høye priser på våre varer gir fortsatt sterke positive impulser til eksportrettede virksomheter i fastlandsøkonomien. Flere forhold bidrar til å holde veksten i etterspørselen fra

husholdningene oppe i år. Fortsatt stigning i sysselsettingen og tiltakende lønnsvekst gjør at husholdningenes disponible realinntekt øker mer i år enn i fjor. Husholdningene vurderer sin egen og landets økonomi som god. Veksten i boliginvesteringene kan likevel se ut til å avta noe. Det kan dels skyldes økende byggekostnader og dels at mer av kapasiteten i byggesektoren rettes mot næringsbygg. Den gode utviklingen reflekteres også i Norges Banks regionale nettverk, som så langt har rapportert om fortsatt god vekst i produksjonen i de fleste sektorene.

Den sterke veksten i aktiviteten har ført til at kapasitetsutnyttningen er kommet opp på et høyt nivå. Sysselsettingen har steget like raskt som i årene før konjunkturtoppene på 1980- og 1990-tallet, og arbeidsledigheten er nå på et svært lavt nivå, både målt ved antall registrerte ledige og ifølge Statistisk sentralbyrås arbeidskraftundersøkelse (AKU). Bedriftene melder om mangel på kvalifisert arbeidskraft, og mange stillinger er ubesatte. Antall ledige stillinger per arbeidsledig har ikke vært målt høyere siden 1980-tallet. Ifølge konjunkturbarometeret for industrien er knappheten på arbeidskraft og innsatsvarer nå større enn i høykonjunktorene på 1980- og 1990-tallet.

Den sterke veksten har i liten grad slått ut i høyere vekst i prisene på varer og tjenester til konsumentene. Justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) har konsumprisveksten riktignok tiltatt gradvis siden sensommeren 2006, men sett i forhold til konjunktursituasjonen er den underliggende inflasjonen fortsatt lav. I juli var tolv månedersveksten i KPI-JAE 1,4 prosent. Andre mål på underliggende inflasjon viser om lag den samme prisveksten. Den underliggende prisveksten ligger etter vår vurdering mellom 1 og 1½ prosent slik den har gjort i lengre tid.

Tolv månedersveksten i den samlede konsumprisindeksen (KPI) har ligget i underkant av ½ prosent de siste månedene. Det skyldes at strømprisene har vært vesentlig lavere i år enn i fjor, da uvanlig høye strømpriser som følge av lite nedbør bidro til at tolv månedersveksten i KPI var nær inflasjonsmålet. De siste månedene har prisen på strøm vært på sitt laveste nivå siden 2002.

Det er trolig flere årsaker til at høy økonomisk vekst har kunnet gå hånd i hånd med lav inflasjon.

For det første: Norges bytteforhold til utlandet er bedret. Prisene på olje og gass, frakt, fisk, industrielle råvarer og verkstedsprodukter har steget markert. I tillegg har markedsvekst ute gitt gode avsetningsmuligheter for norske eksportvarer. Norske importører har samtidig kunnet vri etterspørselen mot nye markeder i Sentral-Europa og Asia, og dette har bidratt til prisfall på flere konsumvarer. Bytteforholdet er bedret med om lag 40 prosent siden 2002. Vi må tilbake til første verdenskrig for å se noe liknende. Da tjente skipsfarten og andre eksportnæringer en periode usedvanlig godt.

For det andre: God tilgang på arbeidskraft har vært viktig for produksjonsveksten. 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. 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. I tillegg til økt flyt av arbeidskraft fra Polen, Litauen og andre sentraleuropeiske land, har vi lenge nytt godt av en strøm av

svenske arbeidstakere. Mange er på midlertidig opphold og har det meste av sitt forbruk i hjemlandet. Norsk økonomi får da økt netto kapasitet. Den høye arbeidsinnvandringen og muligheter til å flytte deler av produksjonen til utlandet har samtidig ført til økt konkurranse i arbeidsmarkedet og har trolig dempet lønnsveksten.

For det tredje: Norsk næringsliv har vært flinke til å ta i bruk ny teknologi og å hente ut gevinstene. 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 tjenesteytende næringer som skiller seg ut. Eksempler finner vi i automatiserte prosesser og raskere betalinger i finansnæringen og bedre lager- og styringssystemer i handel og transport. Det gir lavere produksjonskostnader.

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 ½ prosent. Målet om lav og stabil inflasjon gir økonomien et nominelt ankerfeste. Pengepolitikken skal samtidig bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. 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.

Pengepolitikken i Norge er på linje med den pengepolitikk som føres av flertallet av sentralbanker innenfor OECD-området.

Utfordringen i pengepolitikken er hvordan renten skal settes fremover slik at vi bringer inflasjonen opp mot målet samtidig som vi unngår en overoppheting i realøkonomien.

Generelt er det slik at sentralbankene påvirker de helt kortsiktige pengemarkedsrentene via styringsrenten. Aktørenes konsum- og investeringsbeslutninger avhenger imidlertid mer av deres forventninger til fremtidige renter. Pengepolitikken virker således først og fremst ved å påvirke forventningene til fremtidige renter. Det er derfor nødvendig at aktørene i det økonomiske livet forstår sentralbankens intensjoner i rentesettingen.

I inflasjonsrapporten fra november 2005 offentliggjorde Norges Bank for første gang sin egen prognose for renten. Siktemålet er å gjøre pengepolitikken mer forutsigbar. Med en forutsigbar pengepolitikk kan markedsaktørene reagere på ny informasjon slik at det bidrar til å stabilisere utviklingen i produksjon og inflasjon.

Norges Banks prognose for den fremtidige renteutviklingen bør oppfylle to hovedkriterier. For det første bør renten settes 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 bør rentebanen gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttningen. I avveiningen tas det hensyn til at formuespriser som eiendomspriser, aksjekurser og kronekursen også kan påvirke utsiktene for produksjon, sysselsetting og inflasjon.

Norges Bank lager anslag for inflasjonen, produksjonen og renten samtidig. Det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av kapasitetsutnyttningen i økonomien (produksjonsgapet), og det er ingen enkel sammenheng mellom utviklingen i kapasitetsutnyttningen og utviklingen

i inflasjonen. En kan derfor ikke med stor tyngde hevde at en kan identifisere en bestemt renteprognose som representerer den udiskutabelt "beste" avveiningen i pengepolitikken. Det vil nok ofte være slik at det finnes flere rentebaner som vil kunne sies å gi en rimelig avveing, usikkerheten tatt i betraktning.

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

Både formuleringen av et presist inflasjonsmål, vår prognose for renten 3 - 4 år fram i tid og ønsket om å avveie stabilitet i produksjon og inflasjon kan kanskje etterlate seg et inntrykk av overdreven styringsoptimisme og invitere til gjentak av tidligere tiders forsøk på å finstyre økonomien. Men her er det viktig å holde fast ved lærdommene fra 1970- og 80-tallet om at for høye ambisjoner i stabiliseringspolitikken kan føre til store svingninger i økonomien med høy og varierende prisstigning. I utøvelsen av pengepolitikken må vi ikke undervurdere den usikkerhet som beslutningene treffes under.

Selv om Norges Bank publiserer en prognose for renten, betyr ikke det at renten kommer til å følge akkurat dette forløpet i hele prognoseperioden. Prognosene for inflasjonen, produksjonen, renten og andre størrelser er basert på en vurdering av nåsituasjonen og en oppfatning av økonomiens virkemåte. Forstyrrelser til økonomien kan føre til endringer i prognosene. Revisjoner av data innebærer at nåsituasjonen i økonomien ikke er fullt ut kjent. Vår ambisjon må være å redusere usikkerheten om vårt eget reaksjonsmønster. At den faktiske renteutviklingen kommer til å avvike noe fra bankens prognose vil nok heller være regelen enn unntaket.

Det Norges Banks hovedstyre faktisk vedtar er en pengepolitisk strategi som gjelder fram til neste rapport. Da Pengepolitisk rapport 2/07 ble lagt fram i juni, vedtok hovedstyret at styringsrenten bør ligge i intervallet 4½ - 5½ prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 31. oktober. Og selv det er betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått.

Uro i finansmarkedene

Utviklingen i internasjonal økonomi er viktig for den økonomiske utviklingen her hjemme, og endringer i vekstutsiktene internasjonalt vil kunne påvirke våre prognoser. Uroen i de internasjonale finansmarkedene de siste ukene har ført til økt usikkerhet om utviklingen fremover.

Uroen har sitt utspring i boliglånsmarkedet i USA og særlig boliglån gitt til låntakere med lav kredittverdighet, såkalte subprime-boliglån. Dette segmentet av det amerikanske lånemarkedet har vokst kraftig de siste årene. Lånene har ofte avdragsfrihet og lav rente de første årene av lånets løpetid, og høyere rente deretter. Dette har fristet mange til å ta opp slike lån for å skaffe seg bolig, selv om betalingsevnen var dårlig. Låntakerne satset på at stigende boligpriser ville gjøre det mulig å håndtere lånet etter hvert som rentebetalningene økte og avdragene skulle betales. Rundt porteføljer av slike lån ble det utviklet verdipapirer. Et stort antall risikovillige investorer på jakt etter høy avkastning – og med en tilsvarende tro på at fortsatt boligprisvekst ville sikre panteverdiene – gjorde det lett å finne kjøpere til disse verdipapirene.

En svak utvikling i boligprisene i USA mot slutten av 2006 og inn i 2007 bidro til økende mislighold av subprime-boliglån. Det førte til en kraftig økning i kredittspreadene for verdipapirer med sikkerhet i denne typen lån. Utover våren og forsommeren kom det flere meldinger om store tap og kollaps i fond som hadde spesialisert seg på slike investeringer. Det var ikke først og fremst størrelsen på de realiserte tapene som førte til at fondene kollapset, men manglende likviditet. Meldingene om økte tap gjorde at andelseiere begynte å innløse fondsandelene sine. Økte tap og innløsninger førte igjen til at fondene måtte selge andre, mer solide verdipapirer i et svakt marked, noe som synliggjorde tapene og forsterket innløsningskravene fra innskytere og andre kreditorer. Etter hvert minnet forløpet om et klassisk "bank-run".

I løpet av sommeren spredte uroen seg. Fond og investorer både i Europa, Australia og Asia begynte å rapportere økte tap. Uroen spredte seg også til andre deler av finansmarkedene, blant annet aksjemarkedene som opplevde et kraftig kursfall fra annen halvdel av juli.

Spredningen til andre markeder skyldtes usikkerhet om hvor stor risiko finansielle produkter basert på subprime-boliglån utgjør, og manglende informasjon om hvem som sitter med slike investeringer. Det førte til at finansinstitusjoner ble meget tilbakeholdne med å låne ut penger. Det ga store utslag i rentene i pengemarkedet og det oppstod etter hvert likviditetsproblemer. Den 9. august og i dagene som fulgte gikk en rekke sentralbanker ut og tilbød ekstra likviditet til banksystemene for å sikre at pengemarkedene fungerte. Norges Bank tilførte likviditet til det norske banksystemet gjennom ordinære markedsoperasjoner 9. august. Noen dager senere satte den amerikanske sentralbanken også ned renten på bankenes låneadgang i sentralbanken med et halvt prosentpoeng.

Uroen førte til en markert økning i risikopremiene i finansmarkedene etter hvert som investorene i økende grad søkte sikrere plasseringsalternativer.

Prisen for å påta seg kredittrisiko, gitt ved prisen på såkalte "credit default swapper" (CDS), økte sterkt for både banker og andre selskaper, også i Norge. Som vi ser av figuren var imidlertid økningen i CDS-prisen for DnB NOR betydelig mindre enn for en indeks av europeiske banker.

En økning i prisen på risiko i deler av finansmarkedet er ikke nødvendigvis uheldig. En normalisering av risikopremiene i forhold til de særlig lave risikopremiene vi har sett de senere årene har fordeler. Men tilpasningene synes å være preget av "overshooting" og stor volatilitet.

Vi vet ikke hvor lenge uroen vil vare, og heller ikke hvilke realøkonomiske konsekvenser den vil få. Så langt har ikke uroen ført til vesentlige revurderinger av vekstutsiktene internasjonalt hos de fleste observatørene, selv om det synes klart at det vil ha en negativ effekt. Uroen har økt risikoen for at de problemene som i utgangspunktet var knyttet til en begrenset del av det amerikanske boliglånsmarkedet, får realøkonomiske konsekvenser for USA og resten av verden. Dette har ført til et fall i de kortsiktige renteforventningene, særlig i USA. Langsiktige renter har også gått ned. Det innebærer reduserte finansieringskostnader for gode låntakere. Renteforventningene har falt noe også i Norge.

Utviklingen i kronekursen

Utviklingen i valutamarkedene de siste ukene har også vært preget av uroen. Det har blant annet vært en markert reduksjon i omfanget av såkalt "carry-trade", det vil si at investorer låner i lavrentevalutaer og plasserer i valutaer med høyere avkastning. Det har derfor vært en tendens til at lavrentevalutaer har styrket seg og høyrentevalutaer har svekket seg.

Jeg vil benytte anledningen til å si litt mer om utviklingen i kronekursen, og hvilken betydning kronekursen har for pengepolitikken.

Sett i forhold til svingningene i første del av den perioden vi her ser på, fra 2002 og fram til i dag, har kronekursen vært relativt stabil de siste årene. Det har likevel vært en del kortsiktige bevegelser. En styrking av kronen har i enkelte perioder gått sammen med høyere oljepris, i andre perioder med lavere oljepris. Kronen styrket seg da rentedifferansen mot utlandet var høy i 2002, men etter hvert som rentene i Norge kom ned på handelspartnernes nivå, falt kronekursen tilbake. De siste årene har den faktiske rentedifferansen mot utlandet vært nær null. Tidligere analyser gjort i Norges Bank har vist at andre faktorer, som den forventede volatiliteten blant hovedvalutaene internasjonalt og utviklingen i amerikanske aksjeindekser, har kunnet bidra til å forklare utviklingen i kronekursen, men at effektene varierer over tid. Dette avspeiler blant annet at temaene i valutamarkedene skifter.[\[1\]](#)

At temaene i valutamarkedene skifter, bidrar til at utviklingen i valutakursen på kort og mellomlang sikt er vanskelig å anslå. I de pengepolitiske rapportene er anslagene for valutakursen basert på teorien om såkalt udekket renteparitet. Udekket renteparitet går ut på at avkastningen på finansielle plasseringer skal være den samme, uavhengig av hvilket land man plasserer i. Om norske renter i en periode er høyere enn utenlandske renter, må kronekursen i denne perioden svekke seg, ellers vil det gi meravkastning å sitte med norske kroner. Dersom rentedifferansen overfor utlandet er liten skal samtidig valutakursen holde seg stabil.

I praksis er det ikke alltid slik. Undersøkelser tyder tvert i mot på at utviklingen i valutakursen på kort sikt best kan beskrives med en såkalt "random walk" prosess. Det betyr at det beste anslaget på kronekursen i morgen er at kursen blir den samme som i dag.

På noe lengre sikt tror vi likevel at pengepolitikken og rentedifferansen til utlandet er viktig for utviklingen i valutakursen. Men på kort sikt svinger kronekursen en del, og ikke nødvendigvis i tråd med rentedifferansen.

Figuren viser den effektive valutakursen for Norge og noen andre land. Sammenliknet med valutaene i Sveits, Storbritannia og Sverige svinger ikke norske kroner spesielt mye.

Sammenligner vi med andre råvareeksporterende land, som Canada, Australia og New Zealand, fremstår bevegelsene vi har hatt i kronekursen som beskjedne. Om slike svingninger likevel føles ubehagelige, er det mulig å sikre seg. Markedene for kjøp og salg av valuta med levering på et fremtidig tidspunkt – termin- og opsjonsmarkedene – har vokst de siste årene. Et dypere marked gir lavere handelskostnader, og det er enklere å finne motparter. Dette har gitt bedrifter bedre muligheter til å sikre seg mot valutakursrisiko. Bruken av instrumenter som reduserer risikoen ved flytende valutakurs øker også i Norge.

Ifølge det operative målet for pengepolitikken skal Norges Bank sikte mot lav og stabil inflasjon. Utviklingen i kronkursen er likevel av betydning når Norges Bank setter renten. Det skyldes flere forhold: For det første påvirker endringer i kronkursen prisen målt i norske kroner på importerte konsumvarer og tjenester. For det andre påvirker endringer i valutakursen konkurransevnen til norsk næringsliv og avsetningsmulighetene ute og hjemme. Dermed påvirkes aktivitetsnivået i økonomien, og i neste omgang pris- og kostnadsutviklingen.

I perioden mellom Inflasjonsrapport 3/06, som ble utgitt i november 2006, og Pengepolitisk rapport 1/07, som ble utgitt i mars i år, utviklet kronkursen seg noe sterkere enn vi la til grunn. Som en følge av dette forutsatte vi i Pengepolitisk rapport 1/07 at kronkursen ville være noe sterkere gjennom hele prognoseperioden. Kronkursforutsetningen i Inflasjonsrapport 3/06 er vist ved den stiplede blå linjen i figuren til venstre, mens den stiplede røde linjen er kronkursforutsetningen i Pengepolitisk rapport 1/07. I en egen utdyping i Pengepolitisk rapport 1/07 illustrerte vi den isolerte effekten av den sterkere kronkursen på rentebanen. Som det fremgår av figuren til høyre, trakk den sterkere kronkursen i retning av en noe lavere rentebane.

Når vi har et inflasjonsmål, følger det at vi vil være vare for virkningene på kronkursen av økte renter når prisstigningen er lav. Likevel var rentebanen som ble publisert i Pengepolitisk rapport 1/07 høyere enn rentebanen i Inflasjonsrapport 3/06. Det skyldes at utsiktene til sterkere vekst enn ventet både i norsk økonomi og hos handelspartnerne trakk i retning av en høyere rentebane. Samlet sett hadde dette større effekt på rentebanen enn effekten av en sterkere krone.

Sett over tid er det likevel ikke den nominelle valutakursen som er den viktigste. Det er utviklingen i realvalutakursen som betyr noe for konkurransevnen til norsk næringsliv og kjøpekraften til norske kroner.

Realkursen kan måles på flere måter, for eksempel ved relative konsumpriser eller ved relative lønnskostnader mellom Norge og handelspartnerne regnet i felles valuta. Realkursen har svingt mye over tid og har avveket betydelig fra gjennomsnittsnivået siden 1970 over lengre perioder. Det har likevel vært en tendens til at realkursen har vendt tilbake til dette nivået.

Over tid fungerer valutakursen som en støtpute i internasjonal økonomi. Når den økonomiske aktiviteten er høy i et land, vil en styrking av landets valuta bidra til å dempe aktiviteten. Og omvendt, når det er behov for å stimulere økonomien, vil en svakere valutakurs bidra til vekst. De siste årene har den norske realvalutakursen, både målt ved relative lønnskostnader og relative konsumpriser, vært sterkere enn gjennomsnittet siden 1970, mye på grunn av sterkere nominell valutakurs. Motstykket til denne utviklingen er den kraftige bedringen i bytteforholdet overfor utlandet. Den sterke prisøkningen på olje og andre norske eksportprodukter har bidratt til styrkingen av kronen de siste årene. Den sterke reelle kronkursen må derfor sees på som et resultat av at Norge er en av de nasjonene som har fått mest ut av den internasjonale utviklingen mot friere handel og økt utveksling av kapital, teknologi og arbeidskraft. Slik sett er den sterke kronkursen et tegn på at det går godt i norsk økonomi.

Takk for at dere ville høre på.

[1] Se egen utdyping om "Utviklingen i kronekursen" i Inflasjonsrapport 2/05.