

De økonomiske utsiktene og pengepolitikken

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem, Oslo, 9. november 2006

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 1. november og Inflasjonsrapport 3/06.

Den økonomiske situasjonen

Verdensøkonomien er nå inne i sin sterkeste sammenhengende oppgang siden tidlig på 1970-tallet. Dette har bidratt til god vekst også i norsk økonomi. Norges bytteforhold med utlandet har bedret seg med nesten 30 prosent siden 2000, og aktiviteten i eksportrettet næringsliv er svært høy. Globaliseringen av verdensøkonomien har gitt lav prisvekst på importerte varer, samtidig som sterk vekst i etterspørselen etter råvarer og halvfabrikata har gitt høye priser på mange norske eksportvarer. For tradisjonelle varer og tjenester har bytteforholdet også økt, men i mindre grad enn for handelen samlet.

Fastlandsøkonomien har så langt i konjunkturoppgangen i gjennomsnitt vokst med nær 4 prosent årlig. Løpende informasjon om den økonomiske utviklingen viser at konjunkturoppgangen fortsetter. Lønnsomheten i næringslivet er god. Bedriftene tar opp lån og investerer. Sysselsettingen vokser, arbeidsledigheten har falt markert, og husholdningenes etterspørsel fortsetter å stige. Kapasitetsutnyttningen i næringslivet er høy, og flere virksomheter møter nå skranker.

Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer for tredje kvartal viser at norsk industri ser optimistisk på utsiktene framover. Et klart flertall av industrilederne vurderer de generelle utsiktene på kort sikt som bedre enn for tredje kvartal. Et flertall av industriledere vurderer å øke investeringene. Mangel på kvalifisert arbeidskraft utgjør en stadig større utfordring for industrien fremover.

Dette bildet samsvarer med informasjon fra bedriftskontaktene i Norges Banks regionale nettverk. I intervjurunden i august meldte 59 prosent av bedriftene om kapasitetsproblemer, og denne andelen har økt siden forrige intervjurunde.

Produksjon og sysselsetting øker i alle sektorer. Presset er særlig stort i bygg- og anleggsbransjen og deler av tjenesteyting rettet mot næringslivet. Prisveksten er moderat i varehandelen. Det kan også virke som om utstrakt bruk av utenlandsk innleid arbeidskraft, spesielt i deler av industrien og i bygg og anlegg, demper lønnsveksten.

Stadig flere av våre kontakter i bedriftene melder om knapphet på arbeidskraft, særlig om manglende tilgang på ingeniører, prosjektledere, transportarbeidere og kvalifisert arbeidskraft i tjenesteyting rettet mot næringslivet. Også i varehandelen og i tjenesteyting rettet mot husholdningene begynner det nå å bli mangel på arbeidskraft.

Høy etterspørsel etter arbeidskraft har ført til en markert nedgang i arbeidsledigheten så langt i år. Arbeidsledigheten er nå på linje med ledighetsnivået under forrige høykonjunktur

på slutten av 1990-tallet. Den registrerte ledigheten var 2,3 prosent av arbeidsstyrken i oktober. Arbeidsledigheten har avtatt for alle yrkesgrupper. Nedgangen har vært sterkest innen industriarbeid, bygg og anlegg og ingeniør- og IKT-yrker.

Det er trolig begrenset hvor mye tilbudet av norsk arbeidskraft kan øke framover. Yrkesfrekvensene er høye, spesielt når vi tar hensyn til demografiske utviklingstrekk. Utviklingen i arbeidsmarkedet har likhetstrekk med utviklingen forut for den sterke lønns- og kostnadsveksten fra 1998, men lønnsveksten hittil har vært ganske moderat. Flere forhold kan ha bidratt. Økt arbeidsinnvandring og bruk av mulighetene et internasjonalt arbeidsmarked gir, kan ha ført til at det i lokale og sentrale lønnsforhandlinger er lagt større vekt på at lønnsnivået i Norge i utgangspunktet er svært høyt sammenliknet med våre handelspartnere og at arbeidsplasser kan være utsatte.

En vesentlig del av arbeidsinnvandringen skjer ved at utenlandske selskaper utfører oppdrag i Norge. Antallet utenlandske arbeidstakere fra de nye EU-landene ser fortsatt ut til å vokse, særlig i bygge- og anleggsbransjen. Vi anslår at det i år vil være nærmere 30.000 sysselsatte personer fra nye EU-land som ikke er bosatt i Norge. Det er en økning på 12.000 personer fra i fjor. Arbeidsinnvandringen har redusert flaskehalsen i en del næringer. Men til tross for økt flyt i arbeidsmarkedet, øker risikoen nå for at veksten i lønnskostnadene tiltar mer markert.

I løpet av det siste halvåret er det kommet stadig flere tegn på knapphet på arbeidskraft i norsk økonomi. Økt sykefravær og stadig flere folk på trygd trekker ned produksjonskapasiteten i år. Med tilstramningen som skjer i det svenske arbeidsmarkedet kan det være grunn til å vente noe mindre tilflyt derfra. Arbeidsinnvandringen til Norge har skjedd i en periode med ledig arbeidskraft i store deler av Europa. Vi har lagt til grunn at lavere vekst i norsk økonomi, samt økt etterspørsel etter arbeidskraft i øvrige deler av Norden og i de nye EU-landene, etter hvert vil føre til at antallet utenlandske arbeidere på korttidsoppdrag i Norge blir stabilisert.

Til tross for at lønnsomheten i foretakene er god, og at ledigheten er på et nivå som tidligere har gitt vesentlig økt lønnsvekst, blir reallønnsveksten fra 2005 til 2006 trolig moderat. Ledigheten falt imidlertid raskt gjennom sommeren. De største overenskomstene i det sentrale lønnsoppgjøret var da ferdigforhandlet. Partene i arbeidsmarkedet kan derfor ha lagt til grunn et mindre stramt arbeidsmarked enn det tallene for ledigheten og sysselsettingen nå viser. Enkelte grupper forhandler om lønnen lokalt på høsten. For disse gruppene kan lønnsveksten bli høyere enn gjennomsnittet. Men det foreligger lite systematisk informasjon om disse forhandlingene før i de første månedene av 2007. I de siste intervjuene i vårt regionale nettverk har et økende antall bedrifter meldt om at lønnsveksten i år vil bli høyere enn budsjettert tidlig på året.

Hvilket nivå på ledigheten som er forenlig med en stabil reallønnsvekst, er usikkert og varierer trolig over tid. Vi har lagt til grunn at økt økonomisk integrasjon mellom landene, både i form av økt arbeidsinnvandring og sterkere konkurranse i produktmarkedene, kan virke dempende på lønnskravene for et gitt nivå på arbeidsledigheten. Fremover venter vi at et stramt arbeidsmarked vil bidra til økt reallønnsvekst. Vi legger likevel til grunn at arbeidsinnvandringen vil dempe lønnskravene, slik at reallønnsveksten blir litt lavere de neste årene enn i tidligere perioder med like lav arbeidsledighet.

Presset oppover på pris- og lønnveksten med dagens ressursutnyttning, slik det er uttrykt ved produksjonsgapet, anslås å være mindre enn i forrige høykonjunktur, selv om ledighetsraten er om lag på samme lave nivå. Dette skyldes blant annet høy produktivitetsvekst de siste årene.

Veksten i husholdningenes etterspørsel har vært høy de siste årene. Lavere renteutgifter og forholdsvis høy reallønnsvekst har økt husholdningenes kjøpekraft. Økte boligpriser kan også ha bidratt til veksten i privat konsum. Med høy vekst i sysselsettingen og fallende arbeidsledighet venter vi at veksten i konsumet vil være høy ut året og inn i neste år. Etter hvert som rentenivået gradvis normaliseres, vil renteutgiftene øke for husholdningene. Husholdningenes rentebærende gjeld er i størrelsesorden 1300 milliarder kroner. Med våre prognoser for rentenivået, som jeg vil komme tilbake til, vil rentenivået i 2008 være over 2 prosentenheter høyere enn i 2006. Inntektseffekten for husholdningene av en slik renteøkning vil før skatt være om lag 25 milliarder kroner.

Sammen med anslått lavere vekst i sysselsettingen og høyere prisvekst i årene framover vil dette kunne redusere veksten i husholdningenes kjøpekraft. Økt lønnsvekst vil kunne trekke i motsatt retning. Samlet antar vi at moderat vekst i husholdningenes kjøpekraft vil gi lavere vekst i konsumet framover.

Fortsatt stigende boligpriser kan bidra til å holde konsumveksten oppe. Boligprisene har steget videre i høst, og tolv månedersveksten økte til 18,2 prosent i oktober. Boligbyggingen er fortsatt høy. Antallet igangsatte boliger var i 2005 det høyeste siden begynnelsen av 1980-tallet. Også i år ser det ut til at veksten blir høy, men noe lavere enn de siste årene. Flere kontakter i Norges Banks regionale nettverk rapporterer om stor etterspørsel etter nye boliger, og ordreservene for boligbygg viser fortsatt god vekst.

En gradvis økning av renten vil trolig dempe aktiviteten i boligmarkedet. Vi legger til grunn at boliginvesteringene vil vokse gjennom inneværende år, men mindre enn i fjor. Deretter vil veksten dempes ytterligere, og boliginvesteringene kan reduseres noe mot slutten av prognoseperioden. Veksten i boligpriser antas å avta.

Parallelt med den høye aktiviteten i boligmarkedet har husholdningene økt låneopptaket. Gjeldsveksten til husholdningene (K2) har avtatt noe de siste månedene, men holder seg på et høyt nivå. Vi venter at høyere rente og lavere boligprisvekst demper veksten i husholdningenes gjeld de neste årene. Sterkere konkurranse og tilpasning til nye kapitaldekningsregler i finanssektoren har trukket i retning av lavere utlåsmarginer hos bankene. Dette kan ha dempet effekten av økte styringsrenter på veksten i boligprisene.

Kredittveksten til bedrifter i Fastlands-Norge har også økt kraftig det siste året, blant annet som følge av økningen i realinvesteringene. Med utsikter til fortsatt høy kapasitetsutnyttning i norsk økonomi, god lønnsomhet, god likviditet og stor optimisme i foretakene, venter vi sterk vekst i investeringene, også i inneværende år. Etter hvert som veksten i økonomien gradvis avtar, venter vi at veksten i investeringene også blir dempet.

Nærmere 40 prosent av bankenes utlån til foretakssektoren er gitt til foretak innen eiendomsdrift. Aktiviteten i markedet for næringsseiendom var svært høy i 2005. Arealledigheten i Oslo har falt jevnt to år på rad og var per januar 2006 nede i åtte prosent. I

løpet av 2005 begynte leieprisene for kontorareal å ta seg opp i de største norske byene, med til dels store variasjoner innenfor ulike kvalitets- og lokalitetssegmenter.

Veksten i konsumprisene har også tatt seg opp siden konjunkturoppgangen begynte. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen (KPI) var 2,6 prosent i september.

Energivarer som strøm og olje har trukket prisstigningen opp det siste året. Elektrisitetsprisene inkludert nettleie og avgifter lå i august 48 prosent over prisene på samme tid i fjor, mens bensinprisene var 1 prosent høyere. Siden begynnelsen av 2001 har prisveksten på energivarer i gjennomsnitt vært over 7 prosent.

Svingninger i energiprisene kan bidra til at konsumprisveksten varierer betydelig fra måned til måned. Høye strømpriser fører til at veksten i KPI vil holde seg oppe gjennom 2006. Vi ser for oss at energiprisene vil falle til våren neste år. Fallet i energiprisene vil dempe veksten i KPI.

Prisutviklingen på andre varer enn energi har vært moderat de senere årene. Prisimpulsene har vært særlig svake for konsumvarer som importeres til Norge. Bidraget til prisveksten har vært negativt i nesten alle årene siden midten av 1990-tallet. Dette skyldes blant annet økt handel og vridning av importen mot lavkostland samt at distribusjonen i Norge er blitt langt mer effektiv. Prisimpulsene fra importerte konsumvarer ventes fortsatt å bidra til lavere prisvekst en tid framover, men mindre enn i de senere årene.

Utviklingen i prisene på norskproduserte varer og tjenester bidro fram til i år til økt vekst i KPI, men siden årsskiftet har den stigningen avtatt noe igjen. Tolvmånedersveksten i prisene på norskproduserte varer og tjenester utenom energi var 1,3 prosent i september. Reduksjonen i barnehagesatsene i januar i år medvirker til å trekke innenlandsk prisvekst det siste året ned med anslagsvis 0,3 prosent.

Prisveksten har vært lavere enn ventet både for varer og tjenester. Det synes som sterk konkurranse mellom ulike produsenter innen næringsmiddelindustrien og byggevareindustrien har dempet prisveksten. I tillegg har det vært kraftig vekst i produktiviteten i varehandelen de siste årene. Økt konkurranse kan ha holdt prisveksten nede også på bank- og forsikringstjenester.

Fortsatt sterk konkurranse både fra utlandet og i norsk økonomi, samt høy produktivitetsvekst de siste årene, vil trolig bidra til å dempe innenlandsk prisvekst også i 2007. Flere faktorer peker imidlertid i retning av at prisstigningen vil tilta framover, men prisveksten vil trolig tilta noe senere enn det den historiske sammenhengen mellom prisveksten og kapasitetsutnyttningen i økonomien tilsier.

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi øker. Det vil bidra til høyere prisvekst på norskproduserte varer og tjenester. Tilstramningen i arbeidsmarkedet vil trolig gi høyere lønnsvekst de kommende årene. Det er også tegn til at produktivitetsveksten, som har vært sterk, nå avtar slik en også må vente når høykonjunkturen modnes.

Drivkrefter fremover

Aktiviteten i verdensøkonomien er høy. Som nevnt var den globale veksten fra 2004 til 2006 den sterkeste siden tidlig på 1970-tallet. Det er utsikter til fortsatt god vekst hos våre viktigste handelspartnere, og det ventes økte kortsiktige renter både i Sverige, Danmark, Storbritannia og euroområdet. Etter flere år med høy vekst er det nå tegn til en demping i veksttakten i USA. Vi legger likevel til grunn at veksten i verdensøkonomien vil holde seg oppe. Samtidig er nok risikoen for en snarlig avdemping i den globale veksten økt. Det knytter seg spesielt stor usikkerhet til virkningen på verdensøkonomien av en eventuell oppbremsing i USA.

Indikasjonene på lavere vekst i USA kommer først og fremst fra boligmarkedet. Historisk har det vært en nær sammenheng mellom utviklingen i boligmarkedet og den generelle økonomiske veksten. En svakere utvikling i boligmarkedet ventes å påvirke veksten gjennom flere kanaler.

Lavere boligsalg vil dempe boliginvesteringene, som utgjør vel 5 prosent av BNP. Boligbyggingen har vært viktig for sysselsettingen de siste årene. Omsetningstiden har steget markert og prisene og igangsettingen av nye boliger har falt.

Høye energipriser har til nå trukket opp inflasjonstakten hos handelspartnerne. I USA har også den generelle kostnadsveksten vært stigende. I andre land har energiprisene foreløpig i liten grad blitt veltet over i øvrige priser, slik at kjerneinflasjonen fortsatt er moderat og stabil. Fallet i oljeprisen i høst kan dempe inflasjonstakten fremover.

Lavere energipriser vil isolert sett både kunne gi lavere renter enn ellers og bidra mer direkte til vekst i samlet etterspørsel i mange land. Prisfallet er i hovedsak knyttet til redusert usikkerhet rundt tilbudet av olje. Flere av risikomomentene som trakk oljeprisen opp i sommer, som konflikten i Midtøsten og redusert produksjon i Nigeria og USA, er nå svekket. I tillegg er de globale oljelagrene høye og OPEC har varslet at de vil redusere produksjonen, noe som vil øke den ledige produksjonskapasiteten tilsvarende. Litt av prisfallet skyldes også at flere år med høye oljepriser begynner å slå ut i lavere etterspørsel og økt tilbud av alternative energikilder. Dessuten vil lavere vekst i USA kunne redusere prispresset på energi og andre råvarer.

Oljeprisen har betydning for aktivitetsnivået i norsk økonomi og inntektene til staten. Til tross for lavere oljepriser den siste tiden kan terminprisene for nordsjøoljen Brent Blend indikere at oljeprisen holder seg høy i flere år framover. Det er likevel grunn til å være oppmerksom på at terminprisene ikke gir særlig sikre holdepunkter på utviklingen i oljeprisen. Utover 1-2 år er markedene tynne, og opsjonsprisene indikerer at markedsaktørene er svært usikre på den fremtidige prisutviklingen.

Høy vekst i verdensøkonomien har også bidratt til økte priser på andre råvarer enn olje. Stigende priser på råvarer og høy aktivitet i markeder som er viktige for Norge har gitt vekstimpulser til norsk økonomi. Siden mai i år har råvareprisene svingt mye, men har samlet sett økt noe siden utgangen av juni.

Investeringene i petroleumsvirksomheten har kommet opp på et høyt nivå etter tre år med sterk vekst. Store prosjekter som Ormen Lange, Snøhvit og Statfjord senfase har ført til at de samlede investeringene kan bli rundt 100 milliarder kroner i år. Vi legger til grunn at nivået på investeringene vil holde seg oppe neste år, før det avtar noe når Ormen Lange og Snøhvit etter planene skal være ferdigstilt. Vi venter at fortsatt høy oljepris vil bidra til høye investeringer både til leting og på felt i drift i årene som kommer. Fallet i oljeprisen den siste tiden vil trolig ha liten innvirkning på investeringsplanene. Kalkulasjonsprisene som selskapene legger til grunn for sine investeringsbeslutninger ligger fortsatt lavt i forhold til dagens oljepris og prisene i terminmarkedet.

Opplysninger fra vårt regionale nettverk tyder på at petroleumsinvesteringene gir betydelige impulser til aktiviteten langs store deler av kysten. Ifølge nettverket venter bedriftene i oljeleverandørnæringen fortsatt sterk vekst de nærmeste månedene. Også Statistisk sentralbyrås investeringstelling for olje- og gassvirksomheten bekrefter inntrykket av positive forventninger for inneværende og neste år.

Det er utsikter til at Statens pensjonsfond - Utland vil vokse sterkt. Med vår forutsetning for oljeprisutviklingen framover (terminprisen), innebærer en bruk i tråd med forventet realavkastning av fondet at det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet kan øke med nær 15 milliarder 2006-kroner i både 2008 og 2009. Med en høykonjunktur i norsk økonomi vil det kunne være i tråd med retningslinjene for finanspolitikken om bruken av petroleumsinntekter blir noe lavere.

Den sterke veksten i norsk økonomi fører til økte skatteinntekter og reduserte utgifter til arbeidsledighetstrygd. I løpet av 3 år har omslaget i konjunktorene styrket budsjettet med om lag 30 milliarder kroner. I det strukturelle budsjettunderskuddet, som er utgangspunktet for utformingen av finanspolitikken, korrigeres det for slike konjunktuelle avvik. Det virker stabiliserende at finanspolitikken er ekspansiv under en lavkonjunktur og kontraktiv når økonomien er i høykonjunktur.

I anslagene har vi lagt til grunn at statsbudsjettet vil gi en viss stimulans til samlet etterspørsel og produksjon i 2008 og 2009, men noe mindre enn utviklingen i den forventede avkastningen av fondet skulle tilsi.

Forløpet for renten hjemme og ute trekker trolig i seg selv ikke i retning av store endringer i kronkursen. Verken styrkingen av kronkursen sist vår eller svekkelsen i høst kan i særlig grad forklares med endrede renteforventninger. Historisk har sammenhengen mellom oljepris og kronkurs vært ustabil. I enkelte perioder har oljeprisen vært viktig for utviklingen i kronen. I andre perioder har det ikke vært noen klar sammenheng. I august falt oljeprisen samtidig som kronen svekket seg.

Rentene er fortsatt lave hos flere av våre handelspartnere, selv om de hittil i år er blitt satt opp i flere land som følge av stigende energipriser og økt konsumprisvekst. Norges Bank har i inflasjonsrapporten fra november lagt til grunn at pengemarkedsrentene hos våre handelspartnere øker gradvis de neste årene. Dempet veksttakt i USA har bidratt til forventninger i markedet om at rentetoppen er nådd, og at renten vil bli satt ned i løpet av neste sommer.

Når vi har vurdert vår egen rentesetting fremover, har vi bygget på at både det internasjonale rentenivået og renten hjemme på lengre sikt stiger noe mer enn hva dagens beregnede terminrenter kan tyde på.

Pengepolitiske vurderinger og strategi

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. I gjennomføringen av pengepolitikken legger Norges Bank til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt.

I møtet 1. november besluttet Norges Banks hovedstyre å sette opp foliorenten med 0,25 prosentenheter til 3,25 prosent.

Som grunnlag for beslutningen pekte Hovedstyret på at:

- Den underliggende prisveksten har vært lavere enn ventet de siste månedene. Likevel er det flere faktorer som taler for at inflasjonen etter hvert vil stige. Kapasitetsutnyttningen er høy, og det er nå lite ledige ressurser i norsk økonomi. Sysselsettingen stiger raskt, og arbeidsledigheten har falt markert. Det er tegn til at lønnsveksten tar seg opp, og det er forventninger om tiltakende prisstigning. Samtidig har kronekursen svekket seg fra sterke verdier.
- Forløpet for renten som skisseres i Inflasjonsrapport 3/06, vil gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp mot målet og hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting, betinget av den informasjonen Norges Bank nå har.
- Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Renten har i flere år ligget vesentlig lavere enn hva Norges Bank anser som et nøytralt nivå. Renten kan gradvis settes opp mot et mer normalt nivå noe raskere enn det vi hittil har sett for oss, men neppe ved hvert rentemøte. Slik Norges Bank nå ser det, vil renten dermed fortsatt økes i små og ikke hyppige skritt dersom den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått.
- Foliorenten bør ligge i intervallet 3¼ - 4¼ prosent i perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 15. mars 2007, betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått. Ny informasjon kan avdekke om det er trekk ved den økonomiske utviklingen som tilsier at norsk økonomi følger andre utviklingsbaner enn anslått. Sterkere handelsvridninger, økt konkurranse, svakere vekst ute eller en sterkere krone kan på den ene siden gi lav prisvekst. Den lave realrenten vi har hatt, eller en ytterligere svekkelse av kronekursen, kan på den andre siden medføre at veksten i produksjon og inflasjon tiltar og blir høyere enn anslått.

Prognosene er usikre. Forstyrrelser i økonomien vil påvirke utviklingen i renten. Dette bidrar til å dempe usikkerheten rundt utviklingen i priser og produksjon.

Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men hindre de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. I enkelte situasjoner kan det være riktig å gardere seg mot spesielt ugunstige utviklingstrekk. I referansebanen bringes renten gradvis opp mot et mer normalt nivå. Norges Bank vil løpende vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

Takk for at dere ville høre på!