

Konjunkturutviklingen, pengepolitikken og kronkursen

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Bergo, Høgskolen i Østfold, Sarpsborg, 28. september 2006.

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 27. september, Inflasjonsrapport 2/06 og på tidligere foredrag.

Konjunkturutviklingen

Konjunkturoppgangen i norsk økonomi fortsetter. Det har vært sterk vekst siden andre halvår 2003.

Den reelle inntektsveksten har vært god både for husholdninger og foretak. Husholdningenes etterspørsel, som dro i gang konjunkturoppgangen, fortsetter å vokse. Mange norske eksportbedrifter opererer på full kapasitet og har gode marginer. Høye priser på de varene vi eksporterer har bidratt til en kraftig bedring av bytteforholdet for Norges handel med utlandet. Samtidig er det god vekst i offentlig etterspørsel etter varer og tjenester.

Realinvesteringene har etter hvert blitt en viktig drivkraft i oppgangskonjunkturen.

Økte investeringer i foretakene i Fastlands-Norge har de siste par årene bidratt til oppgangen i norsk økonomi. Lønnsomheten i norsk næringsliv er høy, og bedriftene er positive til utsiktene fremover. Ordresituasjonen for industrien er svært god, og optimismen synes å være stor i de fleste næringene.

Ifølge vårt regionale nettverk er markedssituasjonen positiv også innenfor tjenesteytende næringer som er rettet mot næringslivet.

Investeringene i petroleumsvirksomheten har kommet opp på et høyt nivå etter tre år med sterk vekst. De store utbyggingene av Ormen Lange og Snøhvit har bidratt til investeringsveksten. Høy oljepris har ført til stor aktivitet også på felt som har vært i drift lenge. Vi venter at investeringsaktiviteten vil holde seg oppe også etter at de store utbyggingene fases ut.

Opplysninger fra det regionale nettverket tyder på at petroleumsinvesteringene gir betydelige impulser til aktiviteten langs store deler av kysten. Ifølge nettverket venter bedriftene innen oljeleverandørnæringen fortsatt sterk vekst de nærmeste månedene.

Den høye aktiviteten i boligmarkedet ser ut til å fortsette i 2006. I løpet av de to siste årene har boliginvesteringene steget til et svært høyt nivå. Antallet igangsatte boliger var i 2005 det høyeste siden begynnelsen av 1980-tallet.

I løpet av det siste halvåret er det kommet klarere tegn til at arbeidsmarkedet strammer seg til. Sysselsettingen har skutt fart, og arbeidsledigheten faller nå raskt. Lønnsveksten ser ut til å bli noe sterkere i år enn i fjor, noe som var ventet. Produksjonen har økt raskere enn kapasiteten i 2-3 år. Den ledige kapasiteten vi hadde i begynnelsen av konjunkturoppgangen er tatt i bruk.

Samtidig er veksten i konsumpriser justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) fortsatt lav, og lavere enn inflasjonsmålet. Også andre indikatorer for underliggende inflasjon viser lav vekst, om enn ikke så lavt som KPI-JAE. Prisimpulsene fra konsumvarer som importeres til Norge har vært negative i nesten alle årene siden midten av 1990-tallet. Dette skyldes blant annet økt handel og vridning av importen mot lavkostland.

Utviklingen i prisene på norskproduserte varer og tjenester bidro fram til i år til økt vekst i KPI-JAE. Siden årsskiftet har innenlandsk prisvekst falt litt tilbake og vært rundt 1,3 prosent. Prisveksten har vært lavere enn ventet både for varer og tjenester. Flere forhold kan ligge bak den lave prisveksten. Sterk konkurranse mellom ulike produsenter innen næringsmiddelindustrien og byggevareindustrien kan ha virket dempende på prisveksten. I tillegg har det vært kraftig vekst i produktiviteten i varehandelen de siste årene. Økt konkurranse kan ha bidratt til å dempe prisveksten også på bank- og forsikringstjenester.

Den globale veksten har vært høy de siste årene. I USA og Kina har veksten vært høy lenge. I fjor tiltok veksten i Japan og i år ligger det til rette for en oppgang i veksten også i euroområdet. Vi venter at den sterke veksten i Kina vil vare ved, og bidra til å trekke opp den globale veksten. I USA venter vi noe lavere vekst. BNP-veksten hos Norges handelspartnere ser dermed ut til å bli høy også i år og holde seg godt oppe de neste årene. Boligmarkedet i USA har imidlertid vært noe svakere enn ventet den siste tiden, og usikkerheten om den videre økonomiske utviklingen i USA er blitt større.

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. I USA er det forventninger om at rentetoppen er nådd, og at renten vil bli satt ned i løpet av neste sommer. Det ventes økte styringsrenter i euroområdet, Sverige, Storbritannia, Australia, Japan og Sveits det nærmeste året. Økningen ventes likevel å bli noe mindre enn for noen måneder siden.

Alt i alt er rammebetingelsene for norsk økonomi gode. Høy internasjonal vekst gir god vekst for eksportindustrien. Prisveksten på varer vi eksporterer er høy, samtidig som importprisveksten er lav. Oljevirkosomheten gir vekstimpulser til resten av økonomien, og rentenivået er lavt.

Det er imidlertid lite ledige ressurser i norsk økonomi. En stadig større andel av bedriftene mangler kapasitet til å møte økt etterspørsel, i hovedsak på grunn av knapphet på arbeidskraft. Dette må vi ta inn over oss i utformingen av pengepolitikken.

Pengepolitikken

I 2001 vedtok Regjeringen og Stortinget nye retningslinjer for den økonomiske politikken i Norge. Bakgrunnen var blant annet erfaringer gjennom 1970- og 80-tallet.

I perioden fra 1972 til 1986 hadde vi høy og variabel inflasjon. Konsumprisene i Norge økte nær dobbelt så mye som i Tyskland. Samtidig ble kronens verdi målt mot tyske mark nesten halvert, noe som bidro til høy importert inflasjon. I denne perioden var pengepolitikken ikke rettet inn mot å stabilisere prisveksten.

For å oppnå en stabil prisutvikling må pengepolitikken gi økonomien et nominelt ankerfeste. Fra midten av 1980-tallet ble det erkjent at den økonomiske politikken måtte legges vesentlig om, og at de problemene inflasjonen skapte måtte tas på alvor. Fra 1986 til 1992 førte vi en fastkurspolitikk. Den faste kursen var da ankeret for inflasjonen i Norge. Forskjellen mellom norsk og tysk inflasjon ble kraftig redusert. Tap av konkurransevne på grunn av høy lønnsvekst skulle ikke lenger rettes opp ved devalueringer. Ubalanse i arbeidsmarkedet måtte i stedet motvirkes ved motkonjunkturpolitikk. Det ble lagt vesentlig vekt på betydningen av lønnsdannelsen for sysselsettingsutviklingen. Det var først da lønnsveksten kom ned under nivået hos handelspartnerne at arbeidsledigheten slapp taket, og industrien fikk fremgang.

Fastkurspolitikken ble altså ikke etablert for å styrke konkurranseutsatt næringsliv. Den var tvert imot et brudd på en linje hvor pengepolitikk og hyppige devalueringer ble brukt for å beskytte disse sektorene. Fast valutakurs var et avledet mål for å oppnå lav og stabil inflasjon.

Valutakursen holdt seg stabil fram til høsten 1996. Dette skyldtes blant annet at lønnsveksten var lav og samlet etterspørsel ikke bidro til press i økonomien. Etter hvert begynte kronen å svinge mer. Erfaringen fra siste halvdel av 1990-årene viste at pengepolitikken ikke kan finstyre valutakursen. Utviklingen i de internasjonale finansmarkedene ga grobunn for større fluktasjoner. Og mer grunnleggende - utviklingen i valutakursen ga ikke lenger signaler tilbake til lønnsdannelsen og til budsjettpolitikken når presset i arbeidsmarkedet tiltok og inntektspolitikken sviktet. De høye oljeinntektene, glidningen i budsjettpolitikken og forventninger om økt bruk av oljeinntekter bidro til det. Valutakursen var derfor ikke lenger tilstrekkelig skikket som nominelt anker. Mot slutten av 1990-tallet ble det i pengepolitikken lagt økt vekt på de grunnleggende forutsetninger for kursstabilitet. Virkemidlene ble rettet inn slik at pris- og kostnadsstigningen kom ned mot det den europeiske sentralbanken (ESB) siktet mot.

Mandatet for pengepolitikken er gitt av forskriften fra mars 2001 som fastslår at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, herunder bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Mandatet innebærer at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt.

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

Det ble i 2001 også trukket opp en plan for bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet. Statens oljeinntekter plasseres i Statens petroleumsfond, nå Statens pensjonsfond - Utland.

Planen er hvert år å bruke den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet, det vil si 4 prosent av fondet. En jevn økning i bruken av oljeinntektene gir større stabilitet i realøkonomien enn et raskt uttak.

Med denne omleggingen har de ulike elementene i den økonomiske politikken fått en klar arbeidsdeling:

- Pengepolitikken styrer inflasjonen på mellomlang og lang sikt og kan i tillegg bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for sine valg om sparing, investeringer, budsjetter og lønn.
- Statsbudsjettet - veksten i offentlige utgifter - påvirker kronekursen og størrelsen på det konkurranseutsatte næringslivet på mellomlang sikt. Statens utgifter og inntekter må være i balanse på lang sikt.
- Lønnsdannelsen og økonomiske strukturer og insentiver legger grunnlag for hvor godt og effektivt vi utnytter arbeidskraften og øvrige realressurser.

Utfordringen i pengepolitikken er hvordan renten skal settes fremover slik at vi unngår forstyrrelser både i inflasjonen og den økonomiske veksten.

Generelt er det slik at sentralbankene påvirker de helt kortsiktige pengemarkedsrentene via styringsrenten. Aktørens 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 renten er basert på at vi søker å oppnå en renteutvikling som gir en rimelig avveining mellom hensynet til å stabilisere inflasjonen på målet og stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting innen en rimelig tidshorisont, normalt 1 - 3 år. Rentesettingen ses også i lys av utviklingen i eiendomspriser og kreditt.

Norges Bank lager anslag for inflasjonen, produksjonen og renten samtidig. Det er stor usikkerhet knyttet til beregning 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 avveining, usikkerheten tatt i betraktning.

I inflasjonsrapportene presenteres resultatene av denne avveiningen blant annet i form av en slik figur, som gir referansebaner for renten, valutakursen, 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 banken publiserer en prognose for renten, betyr ikke det at renten kommer til å følge prognosen 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 Norges Banks prognose vil nok heller være regelen enn unntaket.

Samlet sett antar vi at prisveksten målt ved KPI-JAE gjennom de neste tre årene vil ta seg gradvis opp mot 2,5 prosent. Utviklingen siden juni har gitt noe lavere prisvekst enn ventet, og det må vi ta med oss når vi utarbeider neste inflasjonsrapport. Fremover legger vi til grunn at knapphet på arbeidskraft vil bidra til at lønnsveksten tiltar i år og til neste år. Vi antar at presset i økonomien vil tilta ytterligere før det beveger seg ned mot et normalt nivå.

Prognosene er usikre, og vi forsøker også å si noe om dette. Figuren illustrerer denne usikkerheten. Jo bredere viften er, desto mer usikker er prognosen. Usikkerheten tilsier at renten normalt endres gradvis slik at vi kan vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

Endringer i prognosene er ikke noe nytt for aktørene i finansmarkedene, som stadig endrer sine forventninger om fremtidig rente etter hvert som økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Avviket mellom hva markedet forventet og det renten faktisk ble, har vært betydelig i perioder. Det er ingen grunn til å tro at ikke også Norges Bank må revurdere sine renteprognoser etter hvert som ny informasjon om den økonomiske utviklingen kommer.

Den pengepolitiske strategien i Inflasjonsrapport 2/06 er at foliorenten bør ligge i intervallet $2\frac{3}{4}$ - $3\frac{3}{4}$ prosent i perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram 1. november, betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått. Pengepolitikken er innrettet mot at renten settes opp gradvis - i små og ikke hyppige skritt - mot et mer normalt nivå.

Analysene i Inflasjonsrapport 2/06 var basert på at renten gradvis bringes tilbake mot et mer normalt nivå. I første halvår ble renten økt to ganger med 0,25 prosentenheter. Det var utsikter til at renten ville øke videre i om lag samme takt.

I møtet 27. september vedtok Norges Banks hovedstyre å holde styringsrenten, foliorenten, uendret på 3,00 prosent. Som grunnlag for beslutningen ble det pekt på at:

"Det er nå lite ledige ressurser i norsk økonomi. En stadig større andel av bedriftene mangler kapasitet til å møte økt etterspørsel, i hovedsak på grunn av knapphet på arbeidskraft. Arbeidsmarkedet er blitt vesentlig strammere, og vi ser flere tegn til at lønnsveksten tiltar. Utviklingen i samlet etterspørsel, produksjon og sysselsetting trekker i retning av en høyere rente.

Samtidig avtar veksten i konsumprisene, og prisveksten uten energivarer er uventet lav. Det trekker i retning av en fortsatt lav rente."

Hovedstyret fant at strategien fra inflasjonsrapporten og ny informasjon samlet talte for at renten ble holdt uendret ved dette møtet.

Hovedstyret sa videre at:

"Fortsatt høy kapasitetsutnyttning og vekst vil trolig føre til at inflasjonen etter hvert tar seg opp. Renten vil derfor bli satt slik at pengepolitikken gradvis blir mindre ekspansiv."

Valutakursutviklingen

Jeg er spesielt blitt bedt om å kommentere kronekurs og valutamarked. Utviklingen i valutakursen på kort og mellomlang sikt er vanskelig å anslå. I inflasjonsrapportene 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. Basert på denne teorien skal valutakursen holde seg stabil dersom rentedifferansen overfor utlandet er liten.

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 andre små land med inflasjonsstyring. Norske kroner svinger ikke spesielt mye sammenliknet med valutaene i Sveits, Storbritannia og Sverige. I forhold til euro har kronekursen likevel variert mellom 7,22 og 9,25 siden slutten av 1998.

Om slike svingninger føles ubehagelige er det mulig å sikre seg. Markedene for kjøp og salg av valuta med levering på et fremtidig tidspunkt - termin- og opsjonsmarkedet - 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 kortsiktig kursrisiko. Bruken av instrumenter som reduserer risikoen med flytende valuta, øker også i Norge.

På noe lengre sikt vil likevel valutakursendringer slå gjennom. Det er viktig for at valutakursen skal kunne fungere som en støtpute: Når den økonomiske aktiviteten er høy, vil

en styrking av kronen bidra til å dempe aktiviteten. Og omvendt, når det er behov for å stimulere økonomien, vil en svakere krone bidra til vekst.

Sett over noe tid er det ikke den nominelle valutakursen i seg selv som er den viktigste. Det er utviklingen i konkurranseevnen som betyr mest for næringslivet.

Figuren viser relative lønnskostnader mellom Norge og handelspartnerne, regnet i felles valuta. Realkursen målt ved relative lønnskostnader i felles valuta er et uttrykk for den kostnadmessige konkurranseevnen for norske bedrifter.

Realkursen har svingt mye over tid. Det har likevel vært en tendens til at realkursen har vendt tilbake til tidligere nivået. Punktet for 2006 viser realkursen med lønnsanslagene for 2006 fra siste inflasjonsrapport og nivået på valutakursen så langt i år.

Realkursen har vært sterkere de siste årene enn på siste halvdel av 1990-tallet, mye på grunn av sterkere nominell valutakurs. Motstykket til denne utviklingen er en kraftig bedring i bytteforholdet overfor utlandet. Den sterke prisøkningen på olje og andre norske eksportprodukter har bidratt til styrkingen av kronen de siste årene. Den reelle kronekursen har derfor styrket seg fordi det går godt i norsk økonomi.

Utviklingen i den reelle kronekursen er ikke en fullstendig beskrivelse av konkurranseevnen. Det blir tatt hensyn til relative timelønnskostnader, men ikke til produktivitetsutviklingen. Dersom en høyere relativ timelønnsvekst i et land delvis skyldes at produktivitetsutviklingen har vært høyere, vil ikke en styrking av realvalutakursen målt på denne måten nødvendigvis innebære en svekket konkurranseevne.

Analysene i Inflasjonsrapport 2/2006 peker mot en relativt stabil valutakurs og noe høyere lønnsvekst de nærmeste årene. Det innebærer at realvalutakursen vil bli liggende på et relativt høyt nivå. Vi kan vel si med rimelig sikkerhet at den nominelle kronekursen vil svinge mer enn våre anslag tilsier. Gitt de øvrige forutsetningene i inflasjonsrapporten er likevel vårt beste anslag for de nærmeste årene at kronen vil ligge rundt dette nivået.

Det er altså ikke lett å lage anslag på den nominelle valutakursen, men vi kan kanskje si noe om hvordan realvalutakursen vil bevege seg på riktig lang sikt:

En forsker i Norges Bank, Farooq Akram, har analysert den reelle likevektskursen for norske kroner på lang sikt¹. Han tar blant annet utgangspunkt i at en stadig mindre del av vår import etter hvert kan dekkes med løpende oljeinntekter og avkastningen av Statens pensjonsfond - Utland.

Grove anslag basert på dette arbeidet tyder på at den reelle valutakursen som sikrer handelsbalansen når oljeformuen ikke lenger har den samme tyngden i økonomien, vil være mer i tråd med den reelle kronekursen vi hadde på 1960-tallet - før oljeproduksjonen tok til.

Denne depresieringen kan skje enten ved at pris- og lønnsveksten i Norge blir lavere enn blant våre handelspartnere, eller ved en nominell svekkelse av kronen. Det siste vil trolig være minst smertefullt og også mest sannsynlig, siden kronekursen flyter.

Fotnoter

¹Q, Farooq Akram. Oil wealth and real exchange rates: The FEER for Norway. Working Paper 2004/16