

# Konjunkturer og pengepolitikk

Visesentralbanksjef Jarle Berge, Regionalt nettverk, region Øst, 10. november 2004

*Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 3. november, Inflasjonsrapport 3/04 og på tidligere foredrag.*

Prisstabilitet, i betydning lav og stabil inflasjon, er i en rekke land målet for pengepolitikken. Historiske erfaringer fra Norge og andre land har vist at høy inflasjon har medført ustabil produksjon og sysselsetting. Fall i prisnivået vil også ofte gå hånd i hånd med nedgangstider. Inflasjonsmål ble først innført i New Zealand i 1990. Deretter fulgte Canada (1991), Storbritannia (1992), Sverige og Australia (1993). Flere andre har fulgt etter. I Norge fastsatte regjeringen et inflasjonsmål ved forskrift i 2001. Pengepolitikken i eurolandene og Sveits er også rettet inn mot prisstabilitet, selv om de selv ikke omtaler det som inflasjonsstyring.

Inflasjonsmål har vist seg særlig velegnet i små og mellomstore økonomier som er svært åpne. Eksport av råvarer spiller en vesentlig rolle i flere av de landene som var først ute med inflasjonsstyring.

Pengepolitikken skal verne om pengeverdien på lang sikt, og søke å bidra til å stabilisere den økonomiske utviklingen på kort- og mellomlang sikt.

Det viktigste bidraget pengepolitikken kan gi til en god økonomisk utvikling på lang sikt er lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for forventninger om fremtidig inflasjon. Vi har en svært åpen økonomi med frie kapitalbevegelser. Stabile forventninger om inflasjonen bidrar også til mer stabile forventninger om utviklingen i kronen.

Inflasjonsstyring betyr å sette renten for å nå et tallfestet mål for inflasjonen. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på 2,5 prosent innen en rimelig tidshorison, normalt 1-3 år. Den mer presise horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på utviklingen i inflasjonen og produksjonen. Inflasjonsmålet er en ramme, ikke et hinder, for at pengepolitikken vil bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Vi har fleksibel inflasjonsstyring. Det vil si at både variasjon i produksjon og sysselsetting og variasjon i inflasjon tillegges vekt.

Målet for pengepolitikken er altså lav og stabil inflasjon. Virkemiddelet er renten. Virkningen av renten på inflasjonen kommer med et tidsetterslep, og effekten kan variere i styrke. Når renten går ned, vil det være en tendens til at forbruket og investeringene i husholdninger og kommuner tar seg opp. Økt etterspørsel fører til større produksjon og sysselsetting. Lønnsveksten kan ta seg opp. Sammen med økte marginer i bedrifter vil det gi sterkere prisvekst. Normalt vil en lavere rente føre til en svakere krone. Importerte varer blir da dyrere, og inflasjonen tiltar. Forventninger spiller en viktig rolle når priser settes og lønninger avtales, og de blir påvirket av renten. Ikke minst i valutamarkedet har forventningene om prisvekst og stabilitet i økonomien vesentlig betydning.

Petroleumsvirksomheten utgjør en betydelig andel av norsk økonomi. Oljen gir oss et økonomisk utgangspunkt som mange andre land ikke har. Samtidig er omfanget av og svingningene i petroleumsvirksomheten en utfordring for norsk økonomisk politikk. I et langsiktig perspektiv skal petroleumsformuen fordeles mellom generasjoner. Det innebærer at myndighetsutøverne må ha disiplin i pengebruken, og vurdere denne i lys av langsiktige hensyn. På kort sikt må de store kapitalinntektene fra oljesektoren håndteres på en slik måte at de ikke bidrar til å forsterke konjunktursvingninger.

Statens petroleumsfond ble opprettet i 1990 for å underbygge langsiktige hensyn i bruken av oljepengene. Tanken bak Petroleumsfondet er at kontantstrømmen fra en økning i oljeprisen skal tilflyte Petroleumsfondet og plasseres i utlandet, og at økningen i oljeprisen ikke påvirker budsjettet for øvrig. I så fall vil den økte kontantstrømmen ikke påvirke den innenlandske økonomien. Tilsvarende vil heller ikke en nedgang i oljeprisen slå ut innenlands, men i en lavere oppbygging av fordringer på utlandet. Oljefondet fungerer dermed som en buffer mot forstyrrelser. Gjennom oppbyggingen av fondet tas det også hensyn til at flere generasjoner skal nyte godt av petroleumsformuen.

I 2001 vedtok Stortinget nye retningslinjer for den økonomiske politikken. Samtidig som inflasjonsmålet ble innført i pengepolitikken, ble det trukket opp en plan for bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet, handlingsregelen for finanspolitikken. Utformingen av handlingsregelen hindrer variasjonene i petroleumssektoren å forplante seg til fastlandsøkonomien. Den gir en jevn innfasing av oljeinntektene. Regelen om at bare realavkastningen av petroleumsfondet skal brukes, innebærer at formuen ikke blir mindre over tid.

Norges Bank har ikke satt et bestemt mål for nivået på kronkursen. Utviklingen i kronen har likevel vesentlig betydning når renten blir fastsatt fordi kursen påvirker inflasjonen og produksjonen. Valutamarkedet og valutakursen er en viktig kanal for pengepolitikken.

Selv om kronen svinger, er ikke kronkursen spesielt ustabil sammenlignet med andre lands valutaer. Kronkursen er prisen på våre penger målt i utenlandske. Det som skjer i andre land, betyr like mye som utviklingen i norsk økonomi for kronen. Kapitalen flyter fritt. Strømmene kan endre seg raskt. Det kan smitte over på valutakurser og renter, og på produksjon og sysselsetting. Det koster for næringslivet å sikre seg mot svingninger i kronen. Men en krone som er stabil - men for sterk - gir samfunnsøkonomiske kostnader i form av lav aktivitet. Tilsvarende er en krone som er stabil - men for svak - en kime til høy inflasjon.

Norge har overskudd på driftsbalansen overfor utlandet som et resultat av den store eksporten av olje og gass. Høye oljepriser øker overskuddet på driftsbalansen i år. Normalt vil økt driftsoverskudd gir høyere netto etterspørsel etter innenlandsk valuta. I Norge vil imidlertid de økte valutainntektene til staten som følge av høy oljepris bli investert i utenlandske verdipapirer gjennom Statens petroleumsfond. De vil dermed ikke påvirke balansen i det norske valutamarkedet direkte. Oljeselskapene holder størstedelen av sin finanskapital i utenlandsk valuta, og økte inntekter i selskapene fører derfor til større kapitalutgang.

Vi kan belyse virkningene av endringer i driftsbalansen på netto etterspørsel etter kroner ved å korrigere grunnbalansen for overføringer til petroleumsfondet og et anslag for

oljeselskapenes kontantoverskudd. Den korrigerede grunnbalansen faller selv om overskuddet på driftsbalansen øker fra 2003 til 2004 som følge av høye oljepriser. Dette bidrar isolert sett til å redusere etterspørselen etter kroner. Fallet skyldes at den høye importveksten bidrar til å redusere overskuddet på driftsbalansen.

I regjeringens forslag til statsbudsjett er bruken av oljepenger om lag uendret fra 2004 til 2005. Likevel har kronekursen steget i verdi i det siste. Det skyldes kortsiktig kapitalinngang og kan gjenspeile at aktører i valutamarkedet gjetter på at bruken av petroleumsinntekter vil øke i årene fremover. En utflating eller et fall i oljeprisen og stabil bruk av petroleumsinntektene vil kunne snu disse kortsiktige kapitalstrømmene.

Inflasjonen har vært lav i år. Konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og utenom energivarer (KPI-JAE) var svært lav fram til slutten av sommeren, men tok seg litt opp i september. Prisveksten dempes fortsatt av prisfall på importerte konsumvarer, til tross for svekkelsen i kronekursen gjennom fjoråret og oppgangen i produsent- og råvarepriser internasjonalt. Det skyldes blant annet en økende andel import fra lavkostland. Sterk konkurranse og høy produktivetsvekst i mange næringer i Norge har også trukket prisstigningen ned.

Som følge av utsikter til lav inflasjon og moderat vekst i produksjon og sysselsetting ble styringsrenten satt ned med til sammen 5,25 prosentpoeng fra desember 2002 til mars i år. Siden da er styringsrenten holdt uendret på 1,75 prosent. Fallet i renten har bidratt til at kronen svekket seg. Målt ved en indeks av 44 importland (I-44), svekket kronen seg gjennom 2003 med nærmere 11 prosent fra den var på det høyeste i januar samme år. Gjennom 2004 har kronen styrket seg noe igjen.

Internasjonalt har veksten det siste året vært sterk, særlig i USA og Kina. Oppgangen har etter hvert også blitt bredere basert. Flere land har satt opp renten i løpet av 2004. Den amerikanske sentralbanken har hevet styringsrenten tre ganger med til sammen 3/4 prosentpoeng. Sentralbanken i Storbritannia har økt renten med 1 prosentpoeng. I oktober satte sentralbanken i Kina opp renten for første gang på ni år.

Etter flere kvartaler med sterk vekst avtok den økonomiske veksten i USA noe i 2. og 3.kvartal. Fremover ventes det at veksten hos våre handelspartnere vil avta, men ressursutnyttelsen antas å øke gradvis. Økt aktivitet ute har bidratt til stigende råvarepriser. Oljeprisen er høy. Det ventes fortsatt renteøkninger internasjonalt, men den høye oljeprisen har dempet markedsaktørens vekst- og renteforventninger.

Veksten i norsk økonomi tok seg opp i andre halvår i fjor. Den lave renten har bidratt til sterk vekst i privat konsum og i boliginvesteringer. Aktiviteten i tjenesteytende næringer og i bygge- og anleggsbransjen har økt. Høye oljeinvesteringer, oppgangen internasjonalt og en svakere kronekurs gjennom fjoråret har bedret forholdene for industrien. Lønnsomheten for foretakene i Fastlands-Norge er i bedring. Vi ser tegn til vekst i investeringene i flere næringer. Importen har økt markert.

Vi anslår at vekstpotensialet i norsk økonomi øker noe mer enn normalt i år som følge av økt konkurranse og effektivisering i mange sektorer. Det bidrar til at norsk økonomi kan vokse nokså mye uten at det oppstår begrensninger i form av tilgang på arbeidskraft eller

produksjonskapital. Den høye veksten i produksjonen innebærer likevel at produksjonsgapet nærmer seg null mot slutten av inneværende år.

Produksjonsgapet er et mål på forskjellen mellom det faktiske nivået på produksjonen og produksjonskapasiteten. Utviklingen i produksjonsgapet gir et utgangspunkt for å vurdere konjunktorene og kan belyse det innenlandske pris- og kostnadspresset i økonomien. Det er vanskelig å vite hvor høy kapasitetsutnyttelsen er til ethvert tidspunkt. Tall for produksjon og sysselsetting blir ofte revidert i ettertid og gir derfor ikke alltid et riktig bilde av situasjonen i økonomien akkurat nå. Norges Bank ser derfor også på en rekke andre indikatorer for å ta temperaturen på norsk økonomi.

Finanspolitikken i 2004 ser ut til å bli noe mer ekspansiv enn langt grunn i Revidert nasjonalbudsjett. Fra 2003 til 2005 anslår Regjeringen de underliggende nominelle utgiftene over statsbudsjettet å øke med nesten 11 prosent. Kommunenes nominelle inntekter anslås å vokse med litt over 11 prosent i perioden. Dette er mer enn verdiveksten i BNP for Fastlands-Norge.

Sysselsettingen har tatt seg opp. Antall sysselsatte personer i 2.kvartal i år var 0,2 prosent høyere enn samme kvartal i fjor. Sysselsettingsveksten har hovedsakelig kommet innen detaljhandel, forretningsmessig tjenesteyting, undervisning og helse- og sosialtjenester. I industrien faller sysselsettingen fortsatt. Bedrifter vil ofte vente med å øke sysselsettingen til oppgangen har fått klart feste. Sammenliknet med konjunkturoppgangene i 1982 og 1991 har sysselsettingsveksten i forhold til produksjonsveksten i denne konjunkturoppgangen vært svakere. Den moderate oppgangen i sysselsettingen understøtter at bedriftene fortsatt høster gevinster av effektiviseringstiltak.

Etterspørselen fra husholdningene er en av de viktigste drivkreftene i norsk økonomi. Lav rente, sterk reallønnsvekst og økende boligformue har bidratt til å øke privat konsum. Vi anslår at konsumet vil vokse med om lag 5 prosent i år, men at veksten vil avta gjennom prognoseperioden som følge av lavere vekst i disponible realinntekter. Fremover venter vi at økt sysselsetting og et strammere arbeidsmarked gir noe høyere lønnsvekst. For 2005 har Regjeringen foreslått lettelser i inntektsskattene for husholdningene, men virkningen på de disponible realinntektene blir delvis motvirket av økt prisstigning som følge av at merverdiavgiften settes opp. Husholdningenes gjeldsvekst har ligget rundt 11 prosent det siste året. Gjelden vokser klart mer enn inntektene. Våre anslag bygger på en gradvis økning i rentene i tråd med terminrentene. Økende gjeld og høyere rente bidrar etter hvert til lavere vekst i husholdningenes disponible inntekter.

I de tre første kvartalene i år økte importen markert sammenliknet med samme periode i fjor. Dette kan tyde på at noe av etterspørselsveksten har gitt økt import i stedet for økt innenlandsk produksjon. Importen som andel av bruttoproduktet i Fastlands-Norge er økende. Det er et resultat av økt internasjonal arbeidsdeling, blant annet fordi handelshindre bygges ned. Det må også sees i sammenheng med lave priser på import fra mange lavkostland og svak konkurranseevne i norske hjemmekonkurrerende bransjer.

Svekket norsk konkurranseevne overfor utlandet har sitt opphav i høy lønnsvekst over flere år fra 1998. Den nominelle kronkursen målt ved konkurransekursindeksen (KKI) er nå om lag på det nivået den hadde på midten av 1990-tallet, mens lønnskostnadene i industrien har

steget betydelig mer enn hos handelspartnerne i den samme perioden. Den delen av tapet i konkurranseevnen som skyldes de høye lønnstilleggene i perioden fra 1998-2002, bærer næringslivet fortsatt med seg. Det har skjedd en avskalling i det konkurranseutsatte næringslivet. De bedriftene som nå er i drift, kan være bedre i stand til å bære det høye lønnsnivået. En mer effektiv tjenestesektor kan også ha styrket eksportindustrien. Likevel kan kostnadene hemme aktivitet og sysselsetting.

Kostnadsnivået er med den nåværende kronekursen i underkant av 15 prosent høyere enn midt på 1990-tallet og i overkant av 6 prosent høyere enn gjennomsnittet de siste 30 - 35 årene. Den sterke reelle kronekursen bidrar til at norsk næringsliv taper markedsandeler hjemme og ute. I de store omstillingene som følge av endret internasjonal arbeidsdeling, er det en ulempe for norsk næringsliv at kostnadene er høye.

Norges Banks regionale nettverk støtter opp om bildet av en økonomi i vekst. I intervjurunden i august/september meldte kontaktene våre fra hele landet om fortsatt vekst i alle hovednæringene. I region Øst er veksttakten i industrien noe lavere enn tidligere i år, mens veksten er tiltakende for bygg- og anleggssektoren. Fortsatt er det boligbygging som driver aktiviteten i denne næringen. Markedet for næringsbygg ser nå ut til å ta seg opp i andre deler av landet, men dette gjelder foreløpig ikke i region Øst. Næringslivet etterspør flere tjenester. Markedet for forretningsmessig tjenesteyting samt IT- og telekom tjenester er i klar bedring. Varehandelen opplever økende etterspørsel, særlig etter varige konsumgoder som biler og møbler. Kontaktene våre i tjenesteyting og varehandel melder om en moderat økning i sine investeringer kommende år.

Signalene fra Regionalt nettverk tyder på fortsatt økt sysselsetting i bygg og anlegg, mens det i industrien meldes om en svak nedgang. Sysselsettingen i tjenesteytende sektor øker for første gang siden oppstarten av nettverket i oktober 2002. Tall fra Aetat viser at ledigheten har falt mest i region Sør og region Øst siden starten av 2004. I region Øst er forretningsmessig tjenesteyting en viktig sektor med i underkant av 15 prosent av sysselsettingen. Det er nettopp i denne sektoren i tillegg til industrien at ledigheten har gått mest ned på landsbasis.

Siden juli har oljeprisen variert mellom 34 og 52 dollar. Dette er de høyeste nominelle nivåene som er målt. Målt i realpriser er oljeprisen likevel klart lavere enn nivåene i første del av 1980-tallet. I motsetning til tidligere perioder med sterk oljeprisvekst, skyldes prisutviklingen nå i stor grad at etterspørselen har steget kraftig og at det er liten ledig produksjonskapasitet. Veksten i oljeetterspørselen har vært særlig kraftig i områder av verden hvor produksjonen er forholdsvis energiintensiv, som i Kina og i andre land utenfor OECD. Kina alene står for om lag 1/3 av den globale veksten i etterspørsel etter olje i år. Videre har den ledige produksjonskapasiteten i OPEC-landene blitt betydelig redusert. Små produksjonsproblemer har derfor fått større innvirkning på prisen enn de ellers ville hatt.

På kort sikt utgjør den høye oljeprisen den største usikkerhetsfaktoren for utsiktene for internasjonal økonomi. Den høye oljeprisen kan bidra til at veksten ute bremser sterkere opp enn antatt. Dette kan igjen gi lavere etterspørsel og lavere råvarepriser. Effekten på norsk økonomi av høy oljepris er sammensatt. Lavere etterspørsel ute vil virke negativt for deler av norsk økonomi. Samtidig vil innenlandsk etterspørsel normalt trekkes opp gjennom

økte oljeinvesteringer. Balansen i det norske valutamarkedet vil i liten grad påvirkes. Til nå har de høye oljeprisene hatt relativt begrensede effekter på den realøkonomiske utviklingen.

Utviklingen i kredittveksten det siste året har gitt tvetydige signaler til rentesettingen. Husholdningenes gjeldsvekst er høy. Foretakene har over lengre tid bygget ned sin gjeld, men utviklingen de siste månedene kan tyde på at denne trenden har snudd.

Norske foretak og husholdninger tar opp sin gjeld først og fremst med flytende renter. I overkant av 80 prosent av verdien på utlån til husholdnings- og foretakssektoren har ingen form for rentebinding. Rentenivået i dag er svært lavt. Langsiktige investeringer kan ikke bygge på at dette rentenivået skal vedvare. Aktørene i pengemarkedet venter at rentenivået etter hvert vil stabilisere seg på i overkant av 5 ½ prosent. Denne renten, med påslag for bankenes marginer, gir et mer realistisk uttrykk for hvilket rentenivå som kan ventes over lånets levetid enn de flytende rentene vi har nå.

Det er nå god vekst i norsk økonomi. Veksten ser ut til å bli høy også neste år. Vi ser for oss en gradvis avdemping av veksten fra 2006 ned mot, og etter hver noe under, veksten i produksjonspotensialet. I Inflasjonsrapport 3/04 anslår vi at produksjonsgapet vil bli klart positivt i løpet av 2005, og at det vil være positivt ut fremskrivningsperioden. Prisstigningen anslås å ta seg klart opp i løpet av det neste året. På kort sikt vil svekkelsen av kronen gjennom 2003 fortsatt bidra til økte priser på importerte konsumvarer. Vi legger også til grunn at det markerte fallet i en del vare- og tjenestepriiser i fjor høst i noen grad reverseres. På litt lengre sikt vil prisveksten bli trukket mer gradvis opp. Høyere ressursutnyttelse i norsk økonomi bidrar til noe høyere lønnsvekst og gjør det dessuten mulig for bedriftene å øke sine driftsmarginer. Prisveksten vil imidlertid fortsatt dempes av lave prisimpulser fra utlandet. De positive bidragene fra valutakurssvekkelsen i 2003 vil uttømmes i løpet av våren neste år. Bidraget fra valutakursen til inflasjonen vil deretter være svakt negativt. Det er utsikter til at inflasjonen vil komme opp til inflasjonsmålet mot slutten av prognoseperioden.

Det er usikkerhet knyttet til anslagene. Fremskrivningene er basert blant annet på våre analyser av sammenhengene i økonomien, den valutakursen som er lagt til grunn og forutsetningen om terminrente. Ut fra historiske avvik mellom anslag og faktisk prisutvikling kan vi si noe om usikkerheten i anslagene. Basert på disse beregningene anslår vi at prisveksten ved utgangen av 2007 ligger mellom 1,75 og 3,25 prosent med 50 prosents sannsynlighet.

Konsumprisene kan svinge tilfeldig fra måned til måned. Disse svingningene kan skyldes midlertidige forhold. Andre ganger er de uttrykk for mer varige endringer. Avviker tallene fra våre prognoser, må vi derfor ha flere observasjoner før det kan vurderes om prisveksten er i tråd med prognosene.

Anslagene i inflasjonsrapporten er basert på en forutsetning om at renten utvikler seg slik som aktørene i finansmarkedene venter. Det innebærer at Norges Bank holder styringsrenten på dagens nivå fram til neste sommer og deretter øker den gradvis.

Hovedstyrets vurdering er at anslagene synes å gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp og samtidig unngå for sterk vekst i produksjon og sysselsetting. Anslagene tilsier en foliorente i intervallet 1¼ - 2¼ prosent i midten av mars 2005.

Usikkerheten om effektene av tidligere lettelse i pengepolitikken og den uvanlige lave renten tilsier på den ene siden at vi bør være varsomme med ytterligere rentenedsettelse. Utsikter til fortsatt lav inflasjon en stund fremover tilsier på den annen side at det skal store avvik fra den anslåtte økonomiske utviklingen til før renten bør økes. Utsiktene til fortsatt lav inflasjon i Norge tilsier også at vi bør ligge etter andre land i justeringen av rentene mot et mer normalt nivå.

På rentemøte 3. november vedtok hovedstyret å holde foliorenten uendret på 1,75 prosent. De så denne gangen ikke noen klare alternativer til å holde renten uendret. Hovedstyret har avveid på den ene siden hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og på den andre siden risikoen for at veksten i produksjonen etter hvert kan bli for sterk.