

Pengepolitikken og konjunkturutviklingen

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Bergo, Sparebanken Sogn og Fjordane, Førde 18. oktober 2004

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 22. september, Inflasjonsrapport 2/04 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). 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 egnet i små og mellomstore økonomier som er svært åpne. Eksport av råvarer spiller en vesentlig rolle i flere av landene som var først ute med inflasjonsstyring.

Inflasjonen er nå lav, men vår nære historie viser at uten et nominelt anker blir inflasjonen høy og variabel, og at vi fikk ikke høyere vekst i bytte mot økt inflasjon. En økonomisk politikk som bidrar til inflasjon skaper ikke økt økonomisk vekst. Tvert imot, den legger grunnlaget for senere nedgang og arbeidsledighet. Høy og variabel inflasjon går gjerne hånd i hånd med ustabilitet i produksjon og sysselsetting.

Men inflasjonen bør heller ikke være for lav over tid. Det har blant annet sammenheng med at strukturen i økonomien er i utvikling. Etterspørselen etter arbeidskraft med ulike kvalifikasjoner endrer seg. Omstilling krever endringer i reallønn og relative lønninger. Det skal mye til for at de nominelle lønningene faller. Med en viss prisvekst kan reallønn og relative lønninger endres uten reduksjoner i nominelle lønninger. Litt inflasjon smører det økonomiske maskineriet.

I perioder vil det være riktig å stimulere økonomien med lave, eller til og med negative realrenter. Festner inflasjonen seg på et svært lavt nivå, vil renten være mindre slagkraftig som virkemiddel fordi den ikke kan settes lavere enn null. Dersom økonomien igjen blir utsatt for uventede negative forstyrrelser har vi lite manøvreringsrom.

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 tidshorisont, 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. Både variasjon i produksjon og sysselsetting og variasjon i inflasjon tillegges vekt.

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

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 framtidig prisvekst og stabilitet i økonomien vesentlig betydning.

På lang sikt blir produksjon og sysselsetting bestemt av tilgangen på arbeidskraft, kapital og teknologi og evnen til å omstille. Pengepolitikken kan bidra til å jevne ut svingningene i produksjon og sysselsetting. Norges Bank avveier stabilitet i inflasjonen mot stabilitet i produksjonen og sysselsettingen.

Økonomien vokser over tid. Produksjonen vil vekselvis ligge over og under den langsiktige trenden. Å stabilisere utviklingen i produksjonen vil si å søke å holde den faktiske produksjonen nær trenden.

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.

Høykonjunktoren som varte fra 1997, tok slutt vinteren 2003. Norsk økonomi ble rammet av et markert internasjonalt tilbakeslag. Nå har konjunktorene snudd, og norsk økonomi har

landet mykt etter den lange perioden med sterk kostnadsøkning her hjemme og svak aktivitet ute. Produksjonen øker markert, men inflasjonen er lav.

Norges Bank har ikke satt et bestemt mål for nivået på kronekursen.

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 kronekursen spesielt ustabil sammenlignet med andre lands valutaer.

Kronekursen er prisen på våre penger målt i utenlandske. Det som skjer i andre land, betyr like mye for kronen som utviklingen i norsk økonomi. 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.

Fra våren 1999 til desember 2002 var renten i Norge ganske stabil mellom 5,5 prosent og 7 prosent. Renten falt i andre land i 2000 og 2001 etter at IKT- og aksjeboblen sprakk. Forskjellen mellom rentene hjemme og ute økte. Bakgrunnen var ulik konjunkturutvikling. Høykonjunktoren holdt seg lenger i Norge og var preget av en sterk lønns- og kostnadsvekst. Lønnsoppgjøret i 2002 ga det femte året på rad med svært høy lønnsvekst.

Norsk økonomi ble utsatt for store uventede forstyrrelser fra slutten av 2002 og i 2003.

En viktig årsak til den sterke kronen var utviklingen i andre land.

Veksten i verdensøkonomien høsten 2002 og inn i 2003 tok en annen retning og ble vesentlig svakere enn det Norges Bank og andre observatører hadde ventet. Svak utvikling i internasjonal økonomi førte til lavere rente ute og økt rentedifferanse mellom Norge og utlandet. Utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene og risiko for økte oljepriser bidro også til å styrke kronen.

Vedvarende lavkonjunktur ute, utsikter til lavere lønnsvekst her hjemme og en sterk krone har ført til at renten er satt ned med mer enn fem prosentenheter siden desember 2002. Foliorenten har vært 1,75 prosent siden mars i år. Lettelsene i pengepolitikken har tatt sikte på å bringe inflasjonen opp mot målet på 2,5 prosent og å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Fallet i renten siden desember 2002 har bidratt til at kronen er svekket. Målt ved en indeks av 44 importland (I-44), svekket kronekursen seg gjennom 2003 med nærmere 11 prosent fra den var på det sterkeste i januar samme år. I 2004 har kronen svingt moderat. Den høye oljeprisen og de lave rentene internasjonalt har dempet virkningen på kronen av fallet i den

norske renten. Kronen har stabilisert seg - men på et sterkt nivå vurdert ut fra utsiktene for inflasjonen.

Veksten i konsumprisene i Norge avtok kraftig gjennom 2003.

Flere forhold ser ut til å ha bidratt.

- Styrkingen av kronen gjennom 2002 bidro til lav prisstigning på importerte varer.
- Samtidig har endret handelsmønster og konjunktorene ute gitt et uventet sterkt fall i importprisene, også når de måles ved det norske importører betaler i utenlandsk valuta. Endringen i handelsmønsteret bidrar særlig til at prisene på klær, sko og lyd- og bildeutstyr har falt kraftig. For lyd- og bildeutstyr bidrar også rask teknologisk fremgang til fallet i prisene.
- Skjerpet konkurranse i varehandel og annen tjenesteyting. Lavere priser på importerte konsumvarer var en viktig årsak til den lave prisutviklingen i 2003. Så langt i 2004 har tjenester der lønn ikke er dominerende faktor gitt det største bidraget til de lave prisene. Også husleiene har trukket prisveksten ned.

Det er ikke bare Norge som har opplevd lav prisstigning. I Sverige har den underliggende inflasjonen falt kraftig. Utenom energipriser er den underliggende prisstigningen 0,7 prosent. Også i Finland og Danmark har inflasjonen avtatt. En felles forklaring synes å være en skjerpet konkurranse som har ført til høy produktivetsvekst.

Økt konkurranse rammer i første omgang fortjenestemarginene i bedriftene. Men virksomhetene vil svare med å redusere kostnadene. Det vil dels skje i egen virksomhet. I tillegg blir det stilt krav om lavere priser og om å effektivisere også hos underleverandører. Skjerpet konkurranse utløser derfor økt vekst i produktiviteten i økonomien. Den lave prisstigningen kan derfor dels ha sitt motstykke i et løft i produktiviteten.

Konjunkturutviklingen

Konjunkturutviklingen og hendelser internasjonalt har vesentlig betydning for utviklingen i norsk økonomi.

Ute tok aktiviteten seg opp høsten 2003 fra et svært lavt nivå. Etter flere kvartaler med sterk stigning avtok den økonomiske veksten i USA i annet kvartal i år. Den økonomiske veksten har tiltatt fra et lavt nivå i euroområdet. Den økonomiske veksten har også steget i Sverige og Storbritannia. Sterk vekst i USA og Kina bidro til økte råvarepriser i 2003 og inn i 2004. Flere sentralbanker har satt renten opp. Det er forventninger om økte styringsrenter i flere land.

Samtidig har oljeprisen steget mye i sommer. Den høye oljeprisen er en risiko for utviklingen i internasjonal økonomi.

I Norge har veksten i produksjonen tatt seg opp etter en vekstpause i 2003.

Rentesenkningene siden 2002 har bidratt til at konjunktorene har snudd, og økonomien har landet mykt etter årene med sterk kostnadsøkning hjemme og svake konjunkturer ute.

Lavere renter har særlig bidratt til å holde veksten i disponible inntekter og det private forbruket oppe.

Etterspørselen fra husholdningene er en av de viktigste drivkreftene i norsk økonomi. Lav rente, høy vekst i realinntektene og redusert jobbusikkerhet gir nå grunnlag for sterk vekst i husholdningenes konsum.

Høy lønnsvekst over flere år fra 1998 svekket næringslivets konkurransevne overfor utlandet. 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 konkurransevnen som skyldes de høye lønnstilleggene, 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 kronkursen i underkant av 15 prosent høyere enn midt på 90-tallet og om lag 4 prosent høyere enn gjennomsnittet de siste 30 - 35 årene. Den sterke kronkursen bidrar til at norsk næringsliv taper markedsandeler.

Den internasjonale arbeidsdelingen er i endring, og i de store omstillingene er det en ulempe for norsk næringsliv at kostnadene er høye.

I 2003 falt både sysselsettingen og investeringene, selv om investeringene tok seg noe opp mot slutten av året. Tiltak for å bedre effektiviteten vil trolig prege utviklingen i næringslivet også i år. Det vil dempe etterspørselen etter arbeidskraft og veksten i investeringene i år. Sterk konkurranse har ført til store omstillinger. Både fra Norge og andre land flyttes industriproduksjon til land med lavere kostnader.

Samtidig øker investeringene i oljevirkksomheten i år, og veksten kan bli sterk også til neste år. Oljeinvesteringene har tradisjonelt hatt stor betydning for de norske konjunktorene. Dersom investeringene neste år blir på høyde med anslagene i den siste investeringstillingen for olje- og gassvirkksomheten, vil oljeinvesteringene gi sterke positive bidrag til norsk økonomi.

Virkningene av utviklingen i oljeprisen på norsk økonomi er sammensatte. En varig høyere oljepris bidrar til økte oljeinvesteringer og økt aktivitet i næringer som er berørt av oljevirkksomheten. En sterk stigning i oljeprisen har imidlertid dempet den økonomiske veksten ute og påvirket etterspørselen etter våre øvrige eksportprodukter.

Økningen i oljeinvesteringene og større leteaktivitet offshore gir impulser til næringslivet her på Vestlandet. Dette viser seg blant annet ved økt ordretilgang til verftene, etter en lang periode med lavt aktivitetsnivå. Investeringstilstanden tilsier.

Regionen preges av å være svært eksportorientert. Sogn og Fjordane har Norges nest største eksport per innbygger, mens Møre og Romsdal er nummer tre. Etter å ha falt de siste årene, har eksporten nå tatt seg opp igjen i begge fylker.

Gjennom Møreforskning i Molde får vi jevnlig informasjon fra våre kontaktbedrifter i Sogn og Fjordane og Møre og Romsdal. Bedriftene i region Nordvest rapporterte i september om økt etterspørsel og produksjon for alle næringer unntatt fiske og fiskeindustri. Samtidig har produksjonen innen bygg og anlegg økt, sammen med varehandel og industriproduksjon rettet mot byggevirksomheten. Offentlig sektor melder om stort investeringsbehov blant annet i forbindelse med prosjekter innen helse.

Dette øyeblikksbildet av situasjonen i denne landsdelen, og tilsvarende fra de andre regionene, er viktig informasjon i arbeidet med rentesettingen.

Sysselsettingen har bare økt moderat siden i fjor sommer, selv om veksten i produksjonen har vært høy. Arbeidsmarkedet har således bedret seg noe. Antall sysselsatte personer i landet begynte å øke i fjor sommer, og arbeidsledigheten stabiliserte seg. Justert for sesongvariasjoner utgjorde antallet arbeidsledige 4,5 prosent av arbeidsstyrken målt ved Arbeidskraftundersøkelsen (AKU) i juli.

De siste tallene fra Aetat viser at ledigheten i september økte innen helse, pleie og omsorg, mens den avtok innen industri, bygg og anlegg og naturvitenskapelige yrker. Ledigheten er blitt lavere i de fleste regioner

Nord-Vestlandet og Sogn og Fjordane:

I region Nordvest er det fortsatt få kontakter som rapporterer om økt sysselsetting. De fleste kan øke aktiviteten med 10 - 15 prosent uten å endre bemanningen. Kun varehandelen og bygg og anlegg øker sysselsettingen. Bedrifter innen bygg og anlegg melder om begynnende tegn til stramhet i arbeidsmarkedet. Dette har sammenheng med oppstarten av arbeidet med Ormen Lange. Innleie av utenlandsk arbeidskraft øker for sesongarbeid innen fiskeindustri, hotell og reiseliv, samt innen mekanisk industri.

Vekst i husholdningenes etterspørsel, oljeinvesteringene og økt aktivitet i næringslivet skaper grunnlag for økt sysselsetting fremover. På den annen side vil økt konkurranse og fortsatt effektivisering i bedriftene kunne dempe etterspørselen etter arbeidskraft.

Et speilbilde av den realøkonomiske utviklingen finner vi i kredittmarkedene. I de siste årene har det vært god vekst i husholdningenes inntekter, og de har hatt stor fremtidsstro. Inntjeningen i foretakene derimot, har vært lav, og fram til det siste har bedriftene vært mest opptatte med å rasjonalisere.

Den samlede kredittveksten vokser grovt regnet på linje med veksten i verdiskapingen. Sammensetningen av kredittveksten det siste året har imidlertid gitt tvetydige signaler til rentesettingen. Husholdningenes lånevekst er sterk, mens den er lav for foretakene.

Utviklingen i foretakenes kreditt følger utviklingen i deres investeringer.

Husholdningenes gjeld har økt kraftig siden 1994. Verdistigningen på boliger er en viktig forklaring på veksten i husholdningenes gjeld. Boligprisene har i gjennomsnitt vokst ni prosent årlig de siste ti årene. En sterk og langvarig vekst i prisene på boliger vil kunne bidra til vekst i kreditten selv etter at prisene har flatet ut. Siden bare en del av boligmassen blir

omsatt hvert år, vil det i lang tid være boliger som selges til en høyere pris enn sist de ble omsatt. Dette bidrar til at kredittveksten holder seg høy.

Lav rente bidrar til at husholdningenes rentebelastning forblir nokså lav til tross for den sterke gjeldsveksten. Når renten er unormalt lav, kan det være en særlig utfordring for låntakere å vurdere egen evne til å betjene lån over tid. Tilsvarende stiller en slik rente større krav til bankenes vurdering av kredittverdighet.

Aktørene i pengemarkedet venter at rentenivået etter hvert vil stabilisere seg på om lag 5½ prosent. Dette er forenlig med et inflasjonsmål på 2½ prosent og langsiktige realrenter på nivå med utlandet. 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.

Renten kan brukes for å redusere etterspørselen etter lån. I dag - med fortsatt lave renter ute og nær sammenheng mellom vår rente og kronen - ville en strammere pengepolitikk dempe etterspørselen på lån først og fremst fordi arbeidsplassene ville bli mer usikre med sterkere krone.

Boligprisene og utviklingen i kreditt til husholdninger påvirker forbruk og boliginvesteringer. Disse indirekte virkningene søker vi å ta hensyn til når vi setter nivået på renten.

Konjunktorene i norsk økonomi har snudd. Økonomien har landet mykt etter den lange perioden med sterk kostnadsøkning her hjemme og svak aktivitet ute.

- Produksjonen er tilbake på trenden og vokser nå markert.
- Sysselsettingen er tilbake på trenden og stiger.
- Arbeidsledigheten er som i 1996 og lik gjennomsnittet på 1990-tallet.
- Lønnsveksten er om lag på et nivå som med en normal produktivitsvekst er forenlig med inflasjonsmålet.
- Den samlede kredittveksten er balansert. Kreditten vokser om lag som den trendmessige veksten i nominelt BNP.
- De relative lønnskostnadene mellom Norge og våre handelspartnere har nærmet seg et langsiktig gjennomsnitt.
- Den nominelle kronkursen er på linje med gjennomsnittet på 1990-tallet.
- Rentenivået er nær nivået hos våre handelspartnere.
- Inflasjonsforventningene er om lag lik inflasjonsmålet.

Slik er det en likevekt i norsk økonomi.

Men den aktuelle inflasjonen er lav, og rentene er lave ute og hjemme. Eftervirkningene av den sterke kronen i 2002 trekker prisveksten ned. Samtidig bidrar endret handelsmønster og konjunktorene ute til fall i importprisene, også når de måles ved det norske importører betaler i utenlandsk valuta. I Norge ser skjerpet konkurranse ut til å gi høy produktivitsvekst. Det bidrar trolig til den lave prisveksten.

Prisveksten var lavere enn ventet i sommer, men tok seg opp i september, og den er nå om lag som ventet i vår siste inflasjonsrapport.

Det er god vekst i norsk økonomi. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep, og det er alltid stor usikkerhet om utviklingen i inflasjonen.

Men vi venter at fallet i verdien av kronen gjennom 2003, det lave rentenivået og god realøkonomisk vekst etter hvert vil bidra til at inflasjonen tiltar.