

Den pengepolitiske respons på konjunkturutsiktene

Ved sentralbanksjef Svein Gjedrem, Hamar, 21. mai 2003

Foredraget bygger på tidligere foredrag, samt vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 30. april. Det tas forbehold om endringer under fremføringen.

Det operative målet som Regjeringen har fastlagt for pengepolitikken, er en inflasjon som over tid er nær 2½ prosent.

Norges Bank setter renten slik at framtidig inflasjon skal være lik inflasjonsmålet på 2½ prosent. Rentenedsettelsene i vinter og vår skyldes at utsiktene for inflasjonen har endret seg. Det skjer som følge av svakere konjunkturer i verdensøkonomien og kraftig nedgang i internasjonale renter. I tillegg merker nå næringslivet i Norge tydelig virkningene av det høye norske kostnadsnivået. Det er også lavere vekst i etterspørselen innenlands. Husholdningenes kjøpekraft er redusert som følge av økningen i strømprisene. De svake utsiktene hjemme og ute påvirker i neste omgang det norske arbeidsmarkedet og utsiktene for lønns- og prisutviklingen i årene framover. Selv om kronen har falt i verdi i år, er den fortsatt temmelig sterk. Det bidrar blant annet til fall i prisene på importerte varer og tjenester.

Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for sine valg om sparing, investeringer, budsjetter og lønn. Husholdninger, bedrifter, offentlige virksomheter, lønnstakere og arbeidsgivere kan legge til grunn at prisstigningen i Norge over tid vil være 2½ prosent.

Inflasjonsmålet er en ramme for pengepolitikken bidrag til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Dette formålet kommer også til uttrykk i forskriften for pengepolitikken. Hvis etterspørselen etter varer og tjenester er høy og det er mangel på arbeidskraft, vil det normalt være utsikter til høyere inflasjon i framtiden. Når renten settes opp, reduseres etterspørselen og inflasjonen holdes nede. Hvis etterspørselen er liten og arbeidsledigheten øker, vil det være utsikter til lavere inflasjon. Da settes renten ned.

Mandatet tilsier at renten tilpasses utsiktene for norsk økonomi. Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir høyere enn 2½ prosent, vil renten bli satt opp. Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir lavere enn 2½ prosent, vil renten bli satt ned. En slik pengepolitikk vil normalt også bidra til å stabilisere produksjonen og sysselsettingen.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Inflasjonen i dag gir derfor ikke tilstrekkelig informasjon om hva renten bør være nå. Våre analyser tyder på at en vesentlig del av virkningene av en renteendring kommer innen to år. To år er derfor et rimelig tidsperspektiv for å nå inflasjonsmålet.

Renten påvirker prisveksten indirekte via etterspørselen etter varer og tjenester innenlands og ved å påvirke kronekursen. Når renten øker, blir det mer lønnsomt å spare for husholdningene, og de vil derfor skyve konsumet fram i tid. Tilsvarende vil det bli mer kostbart å låne og dermed dempes også investeringene. I neste omgang bidrar lavere etterspørsel til å dempe veksten i priser og lønninger. Høyere rente gjør det mer attraktivt å plassere i norske kroner og låne i andre valutaer. Normalt vil derfor en høyere rente føre til en sterkere krone. Det gjør importerte varer billigere. I tillegg demper en sterkere krone aktiviteten, lønnsomheten og lønnsevnene i konkurranseutsatt næringsliv.

Det er stagnasjon og frykt for nedgang i toneangivende land som USA, Tyskland og Frankrike. Den svake utviklingen har ført til svært lave renter internasjonalt, i et forsøk på å stimulere veksten.

Konjunktorene ute og hjemme har vært i utakt. Mens omslaget internasjonalt kom for to år siden, varte den norske høykonjunkturen lenger ved. Mot slutten av oppgangen ble det mangel på arbeidskraft, lønnsveksten tiltok og vi fikk en kraftig økning i husholdningenes forbruk og gjeldsopptak. Rentene i Norge måtte holdes oppe. Derfor ble renteforskjellen mot utlandet etter hvert stor. Den store renteforskjellen skyldes først og fremst at rentene i utlandet er historisk lave.

Det er også andre forskjeller i konjunkturforløpet. Omslaget ute, som startet i USA i 2000, ser særlig ut til å ha skyldtes overinvesteringer i næringslivet, for sterke forventninger til utviklingen i fremtidig inntjening og bobler som brast i aksjemarkedene. Det har vært innslag av dette i Norge også, og norsk økonomi er etter hvert blitt påvirket av de svake konjunktorene ute. Men det er andre årsaker som ser ut til å være viktigst for omslaget hos oss. Høykonjunkturen i Norge ebber nå ut mer som følge av selvregulerende mekanismer og innstramning i pengepolitikken etter overoppheting i arbeidsmarkedet. Lønninger og kostnader steg kraftig i Norge, men utviklet seg mer moderat ute selv i den sterke vekstperioden i andre halvdel av 1990-tallet.

I løpet av høsten og vinteren ble det klart at utviklingen i internasjonal økonomi er svakere enn vi og mange andre hadde ventet. Flere sentralbanker har reagert med å sette rentene ytterligere ned. Rentene i USA, Europa og Japan er uvanlig lave. Vi må tilbake til begynnelsen av 1960-årene for å finne like lave renter i USA.

I siste halvdel av 1990 tallet, da både Japan og Europa opplevde svak vekst, var det USA som fungerte som en global vekstmotor. Den sterke veksten i USA toppet seg i 2000, og etter dette førte den raske forverringen i økonomien til at sentralbanken satte rentene ned fra 6,5 prosent i mai 2000 til dagens rekordlave 1,25 prosent. Den svake utviklingen kommer til uttrykk i forventninger om lave renter fremover. Renteforventningene i USA er betydelig nedjustert siden sommeren 2002. Sist sommer forventet markedsaktørene en nokså rask renteøkning. I høst var dette nedjustert til en gradvis renteøkning. Nå forventes det at styringsrenten blir liggende under 1,25 prosent gjennom hele 2003.

Også i Europa har forventningene til fremtidige renter falt kraftig.

Høykonjunkturen i USA var drevet av en kraftig vekst i investeringene. Med lave renter fikk husholdningene redusert incentiv til banksparing (og de valgte heller å investere i

aksjemarkedet). Samtidig ble kostnadene for bedrifter ved å investere redusert. Resultatet ble en kraftig økning i kreditt og en kreditt-drevet investeringsvekst. Det førte til for stor kapasitet, kanskje særlig i tele og IT- næringene. Fravær av tiltakende inflasjon bidro til at oppgangsperioden vedvarte, og det lave rentenivået på slutten av 1990-årene kan ha bidratt til å holde investeringene oppe. Da børskursene falt høsten 2000 og våren 2001, stoppet investeringene opp. Investeringenes andel av produksjon og etterspørsel er nå lavere enn gjennomsnittet de siste 20 årene. Det kan se ut til at de nå er i ferd med å stabilisere seg. Det kan ta tid før omslaget kommer og investeringene tar seg opp igjen.

Den sterke investeringsveksten har bidratt til å bygge opp overkapasitet i amerikansk industri. Kapasitetsutnyttelsen i industrien er på et lavt nivå¹. Den lave kapasitetsutnyttelsen er et annet uttrykk for at investeringene var for høye på slutten av høykonjunkturen.

Husholdningenes sparerate har tatt seg noe opp fra 2000, trolig som et resultat av fallet i aksjemarkedet - men er fortsatt lav. Tilsvarende vil underskuddet på statsbudsjettet - som følge av utgiftene til krig kombinert med store skattelettelser - øke. Underskuddet på driftsbalansen i siste kvartal i fjor var 5 1/4 prosent av BNP. Den lave spareraten og det store underskuddet på driftsbalansen har bidratt til at verdien av amerikanske dollar har falt.

Forholdene ligger i dag bedre til rette for vekst i USA enn hvis vi går et halvt eller ett år tilbake. Det lave rentenivået gir støtte til både økt konsum og investeringer. Bedriftenes fortjeneste og finansielle balanser er bedre. Det er god likviditet i bedriftene. Men det er usikkert hvor mye underdekningen i bedriftenes pensjonsordninger² vil svekke vekstimpulsene. Og med lav kapasitetsutnyttelse kan det ta tid før investeringene skyter fart.

Drivkreftene bak konjunkturerne i Norsk økonomi har som nevnt vært andre enn ute. I Norge har vi hatt et konjunkturforløp som likner mer på tidligere svingninger, med kraftig økning i husholdningenes etterspørsel, mangel på arbeidskraft og høy lønnsvekst.

Målt i felles valuta har lønnskostnadene for norske industriarbeidere økt med til sammen 19 prosent mer enn hos handelspartnerne i perioden 1996 - 2002 (13% fra lønnsvekst og 6% fra kronestyrkelsen). I årene rundt årtusenskiftet bidro utviklingen i kronekursen til å skjule denne underliggende svekkelsen i konkurranseevnen. I mai 2000 nådde kronekursen sitt laveste nivå på seks år. Etter det og frem til siste årsskifte styrket kronen seg, og virkningen av den høye lønnsveksten kom etter hvert til syne i bedriftenes samlede resultater.

De høye lønnskostnadene målt i felles valuta har svekket lønnsomheten i næringslivet. Derfor har vi nå kostnadsutt, fall i sysselsetningen og høyere arbeidsledighet.

Stabil valutakurs og kostnadsveksten hos våre handelspartnere var lenge ankerfestet for lønnsdannelsen. For å opprettholde konkurransekraften måtte lønnsveksten i Norge være på linje med våre handelspartnere. Over tid må veksten i reallønningene svare til veksten i arbeidstakernes produktivitet. Med et inflasjonsmål på 2½ prosent og en trendmessig vekst i produktiviteten på rundt 2 prosent, ifølge oppdaterte tall fra Nasjonalregnskapet, tilsvarer det en årlig nominell lønnsvekst på rundt 4½ prosent. Tallene stemmer godt overens med utviklingen på 1990- tallet. Lønnsveksten var i gjennomsnitt 4½ prosent. Det ga en inflasjon på 2½ prosent. Kronekursen var stabil.

Produksjonsgapet viser differansen mellom faktisk produksjon (BNP) og trendvekst - anslått til opp mot 2.5 prosent i Norge. Ved inngangen til 1990-årene var norsk økonomi i en dyp lavkonjunktur. Produksjonen var langt lavere enn kapasiteten. Da veksten i økonomien tok seg opp, økte kapasitetsutnyttningen. Produksjonsgapet lukket seg rundt 1996. Fra da av økte kostnadene og pristigningen på varer og tjenester som blir produsert for det norske markedet tiltok. Oppgangskonjunktoren nådde toppen i 1997, med en vekst på nærmere 5 prosent. En såpass kraftig oppgang kunne ikke vare ved. I 1997 og 1998 gikk økonomien over fra en oppgangskonjunktur med høye vekstrater til en høykonjunktur med lavere vekst, men med lav arbeidsledighet, mangel på arbeidskraft i mange sektorer og høy vekst i lønnskostnadene.

Høykonjunktoren har ebbet ut i løpet av det siste året. Vinteren 2003³ markerte konjunkturuomslaget i norsk økonomi. Det er nå lavere vekst i fastlandsøkonomien. Arbeidsledigheten nærmer seg gjennomsnittet for 1990-tallet. Industrilederne er pessimistiske. Bedriftene rapporterer om fallende produksjon, sysselsetting og ordretilgang både på eksport- og hjemmemarkedet. Mange bedrifter har flyttet eller har planer om å flytte hele eller deler av sin produksjon ut av Norge. Det er særlig bransjer innenfor produksjon av investeringsvarer som går dårlig.

Det har vært en kraftig økning i antall konkurser. Antall åpne konkurser er det høyeste på ni år. Ser vi bort fra personlige konkurser, har økningen vært på 32 prosent fra 1. kvartal 2002 til 1. kvartal i år - 200 flere enn for ett år siden. Den største økningen i første kvartal var innen varehandelen og eiendomsdrift og forretningsmessige tjenesteyting, mens i forrige kvartal var den største økningen innen industrien og i bygg og anleggssektoren. Antall konkurser økte i alle fylker i forhold til 2002. Hordaland, Buskerud og Oslo hadde kraftigst økning (hhv. 161, 111 og 18 prosent fra 2001 til 2002). Oslo hadde flest åpne konkurser; 249 i 1. kvartal.

Høsten 2002 etablerte Norges Bank et regionalt nettverk som et hjelpemiddel for å "ta pulsen" på aktiviteten i norsk økonomi. Nettverket består av bedrifter, organisasjoner og kommuner i hele landet. I de to kontaktrundene i forbindelse med IR 1/03 ble det gjennomført samtaler med 440 kontakter. Gjennom seks runder i året vil vi ha samtaler med ledere fra nærings- og samfunnslivet om den økonomiske utviklingen i dere bedrifter og næringer, til sammen rundt 200 besøk i hver runde. Utvalget representerer produksjonssiden i økonomien både næringsmessig og geografisk. Antallet kontakter tilknyttet nettverket vil i løpet av 2003 komme opp i rundt 1000 personer som vil bli kontaktet 1-2 ganger per år. Østlandsforskning har ansvaret for nettverket og gjennomfører kontaktmøter i Hedmark.

Offentlig statistikk er hovedgrunnlaget for våre vurderinger, men tidsetterslep og revisjoner av slik statistikk gjør det nyttig å supplere med annen informasjon. Det regionale nettverket gir oss oppdatert informasjon om tilstanden i norsk økonomi. Regelmessige samtaler med lokale kontakter fra norsk nærings- og samfunnsliv gir informasjon som supplerer tilgjengelig offentlig statistikk. Dessuten får vi utfyllende kunnskap på områder som ikke dekkes av offentlige statistikkilder. Vi får dessuten kjennskap til temaer bedriftene er spesielt opptatt av.

Innlandsregionen synes å være mindre preget av konjunkturedgangen enn andre deler av landet. Hjemmemarkedsindustrien utvikler seg omtrent i takt med innenlandsk konsum. Bygg og anlegg viser positiv utvikling i sør-øst regionen, mye grunnet offentlige byggeprosjekter, mens vest-Oppland opplever svakere aktivitet. Under ett viser tjenesteytende bedrifter som retter seg mot husholdningssektoren en sterkere utvikling enn de som er orientert mot næringslivet, primært pga den svake utviklingen for kunder i bygg- og anleggsbransjen, bedriftskunder som konkurrerer mot utlandet, eller er avhengig av kunder innen disse kategoriene. Sysselsetningen er stabil, men mange bedrifter spesielt innen offentlig sektor og bygg- og anlegg ønsker å nedbemanne som svar på økte kostnader, lavere budsjettammer eller som ledd i generell, planlagt nedbemanning. Utviklingen i Raufoss vil kunne få en stor betydning for lokalsamfunnet. Det forventes betydelig lavere lønnstillegg i 2003 enn i 2002. Lønnsveksten er høyest i offentlig sektor.

Det er store regionale forskjeller i arbeidsledigheten. Ved utgangen av april hadde 3,2 prosent av arbeidsstyrken i Hedmark og 2,9 prosent i Oppland meldt seg som ledige. Dette er godt under landsgjennomsnittet på 3,9 prosent.

Økningen i ledigheten på landsbasis i 2002 skjedde i hovedsak innen tjenesteytende næringer. I januar tok industrien over som den næringen som har størst økning i ledigheten. Det er nå 3700 flere ledige i industrien enn for ett år siden.

Jordbruk og skogbruk har en større andel av sysselsettingen i Hedmark enn i landet for øvrig. Med store skogsområder er særlig skogbruket viktig. Om lag en fjerdedel av sysselsettingen i industrien er tilknyttet trelast- og trevareindustri. Som for resten av landet, er offentlig sektor og deler av privat tjenesteyting viktig for sysselsettingen i Hedmark. Forretningsmessig og finansiell tjenesteyting har en mindre andel av sysselsettingen enn landsgjennomsnittet.

Til tross for at renten er satt ned og at statsbudsjettet stimulerer aktiviteten, har den samlede økonomiske politikken vært stram som følge av at kronen har vært sterk.

Svekkelsen av kronekursen siden januar og rentefallet har imidlertid bidratt til at pengepolitikken nå er lettere. I inflasjonsrapporten presenterte vi to ulike utviklingsbaner for norsk økonomi. I referansebanen, hvor renten holdes på 5½ prosent og kronekursen lik gjennomsnittet siste måned, anslås BNP for Fastlands-Norge vil vokse med 1¼ prosent i år og 2 prosent neste år. Dette er mindre enn det vi regner som den langsiktige vekstevnen i økonomien. I 2005 anslås veksten til 2¼ prosent. I en alternativ bane, hvor det er lagt inn pengepolitiske lettelser i tråd med forventningene hos markedsaktørene - slik de var på det tidspunktet - vil det etter hvert være utsikter til høyere vekst.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester preges av at lønnsveksten i Norge var vesentlig høyere enn i de landene vi konkurrerer med. Lønnsveksten tok seg ytterligere opp i fjor, selv i de delene av næringslivet hvor lønnsomheten var betydelig svekket. En viss avtakende utvikling siden sist sommer har sammenheng dels med lavere flypriser (økt konkurranse i luftfarten) og avtakende husleiepriser. Prisveksten på importerte konsumvarer har vært trukket ned av den sterke kronekursen. Men også vridning i klesimporten fra høykostland til Asia og Øst-Europa har bidratt.

Den nærmeste tiden vil den underliggende prisveksten preges av at kronen har vært sterk. Utviklingen videre vil blant annet avhenge av den økonomiske utviklingen ute, effektene av det høye kostnadsnivået for næringslivet, kronekursen og hvordan endringer i kursen slår igjennom på konsumprisene i Norge.

I referansebanen som er presentert i inflasjonsrapporten, hvor renten holdes på 5½ prosent og kronekursen lik gjennomsnittet siste måned, anslås inflasjonen å holde seg under 2½ prosent i hele prognoseperioden. I den alternative banen, hvor det er lagt inn pengepolitiske lettelser i tråd med forventningene hos markedsaktørene, vil det være utsikter til at inflasjonen kommer noe over målet to år fram i tid.

Norges Bank har redusert foliorenten fra 7 til 5 prosent siden 11. desember i fjor. Rentedifferansen til utlandet er blitt redusert. Det har blitt fulgt av en svekket kronekurs. Både en lavere rente og en svakere valutakurs har bidratt til en mer ekspansiv pengepolitikk.

Bakgrunnen for den siste rentereduksjonen er forventninger om lav prisvekst fremover som følge av den sterke kronen og lav prisstigning internasjonalt. Den økonomiske utviklingen internasjonalt er svak. Aktiviteten blir søkt holdt oppe ved lave renter og skattelettelser i flere land. Det er usikkert når den økonomiske veksten kan bli selvdrevet. Siden inflasjonsrapporten ble lagt frem 5. mars er styringsrentene satt ned i euroområdet, Sverige, Danmark og New Zealand. Også i norsk økonomi er veksten lav. Utviklingen i deler av næringslivet blir preget av høyt kostnadsnivå, lav lønnsomhet og dårlige tider ute. Investeringene kan bli lavere enn anslått i inflasjonsrapporten.

Samlet sett gir utviklingen de siste ukene utsikter til lavere prisstigning fremover. Norges Bank satte ned renten med ½ prosentpoeng til 5 prosent den 30. april. Med en rente på 5,0 prosent ser Norges Bank det som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere.

Fotnoter

¹72,9 prosent i mars - mot 30 års gjennomsnittet fra 1972-2003 på 80,2 prosent.

²Private ytelsesbaserte pensjonsordninger er anslått til ca 3 prosent av BNP, anslag fra The Pension Benefit Guaranty Corporation i The Economist, mai 2003.

³Endret fra 2002 til 2003 i henhold til fremføringen.