

Pengepolitikk, inflasjon og konjunkturer

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem. DnB Haugesund 10. april 2003

Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 5. mars, samt tidligere foredrag. Det tas forbehold om endringer under fremføringen.

Det operative målet som Regjeringen har fastlagt for pengepolitikken, er en inflasjon som over tid er nær 2,5 prosent.

Norges Bank setter renten slik at framtidig inflasjon skal være lik inflasjonsmålet på 2½ prosent. Rentenedsettelsene i vinter skyldes at utsiktene for inflasjonen har endret seg. Det skjer som følge av svakere konjunkturer i verdensøkonomien, kraftig nedgang i internasjonale renter og sterk krone. 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.

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 at pengepolitikken vil bidra 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.

Kronekursen svinger. Det er ikke uventet, for det gjør også andre lands valutaer. Den svenske kronen, britiske pund og New Zealands dollar har i perioder variert mye.

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.

Målet om en inflasjon på 2½ prosent er om lag på linje med tilsvarende mål for inflasjonen hos våre handelspartnere. Det er et ankerfeste også for utviklingen i kronekursen.

Kronen har vært sterk. Den har gitt prisfall på de varene vi importerer. Det har gitt lav og stabil inflasjon til tross for kraftig vekst i lønningene.

Svingninger i valutakursene blir drevet fram av kapitalbevegelser over landegrensene. Jakten på avkastning i aksjemarkedene styrte kapitalstrømmene til nedgangen begynte. I USA ble aksjekursene nesten tredoblet fra 1995 til 2000. Børsene i andre land fulgte etter. Kapitalinngangen til aksjemarkedet ga en sterk dollar. Men forventningene til den framtidige inntjeningen i foretakene var høyere enn det senere viste seg å være grunnlag for. Da forventningene ble justert, falt kursene. Fallet er blitt dypere etter at svikten i verdensøkonomien ble forsterket av terror og krigsfrykt. Kapitalen søkte seg bort fra risikoen i aksjemarkedet. Etterspørselen etter obligasjoner økte. Det har gitt lave langsiktige renter.

Med høy usikkerhet og krigsfrykt fikk tradisjonelle "trygge havner" for kapitalen - som plasseringer i sveitsiske franc og i gull - stor oppmerksomhet. Kursen på sveitsiske franc økte etter terroranslagene 11. september 2001 og mot slutten av fjoråret. Gullprisen fikk et særlig løft etter vedtaket av resolusjon 1441 i FNs sikkerhetsråd i november i fjor. Gullprisen har falt noe igjen siden begynnelsen av februar 2003, for deretter å stige litt etter at krigen i Irak begynte. Kursen på sveitsiske franc har holdt seg høy.

Oljeprisen falt kraftig etter 11. september 2001. Siden har den økt igjen. Krigsfrykt og krigen i Irak har gjort utsiktene for verdens oljeforsyning usikre. Krigspremien i oljeprisen falt de første dagene av krigen i Irak. Det reflekterte forventninger om en kort og begrenset krig. Oljemarkedet er labilt. Svingningene i oljeprisen er nesten like store som etter 11. september 2001. Oljeprisen kan komme til å variere mye også fremover, avhengig av utviklingen i Irak.

Oljeprisen vil avhenge av hvordan krigen i Irak forløper. Den vil også påvirkes av OPECs evne til å stabilisere produksjonen. Prisene for framtidige leveringer peker nå i retning av en oljepris på 24 dollar per fat ved utgangen av 2003. Men prisene på opsjonskontrakter viser at det er betydelig usikkerhet.

Det er stagnasjon og frykt for nedgang i toneangivende land som USA, Tyskland og Frankrike. Omfattende skattelettelser og lave renter bidrar til å holde aktiviteten oppe i Amerika. Japansk økonomi har lenge vært i nedgang med deflasjon. Hvis oljeprisen igjen skulle øke, vil det bidra til å dempe aktiviteten i verdensøkonomien.

På den annen side kan det godt hende at en svakere verdensøkonomi vil presse oljeprisen ned når krigen i Irak er ferdig. Svak utvikling i verdensøkonomien er ofte blitt fulgt av en periode med lav oljepris.

De kommersielle lagrene av råolje og raffinerte oljeprodukter er betydelig lavere enn normalt, særlig de amerikanske lagrene. Streiken i Venezuela og en kald vinter i de østlige deler av USA har bidratt til de lave lagrene. Bildet er det samme for hele OECD-området. De strategiske oljelagrene er imidlertid høye.

OPEC-landenes muligheter til å øke produksjonen er trolig små. Det internasjonale energibyrådet har anslått at kapasiteten i OPEC utenom Irak og Venezuela nå blir fullt utnyttet.

Nigerias produksjon er for tiden redusert med mellom 700.000 og 800.000 fat per dag på grunn av opptøyer. Nigerias produksjon har de siste årene ligget stabilt rundt 2 millioner fat

per dag. Produksjonsbortfallet har ikke gitt store utslag på oljeprisen. Oljeprisen er først og fremst blitt påvirket av nyhetene fra Irak.

Eksportinntektene fra naturgass har steget kraftig de siste årene. I fjor utgjorde eksport av naturgass en fjerdedel av de samlede eksportinntektene fra petroleumssektoren.

Kapasiteten i rørledningene til kontinentet er fortsatt ikke fullt utnyttet. Som følge av allerede inngåtte gass-salgssavtaler vil gasseksporten fortsette å øke de neste årene, mens oljeproduksjonen kan ha nådd toppen.

Om rundt 10 år kommer Norge trolig til å eksportere like mye gass som olje. Verdien av gasseksporten vil være lik verdien av oljeeksporten noen år senere.

Prisen på gass henger sterkt sammen med prisen på olje, men med et tidsetterslep. Oljeprisen vil derfor være en indikator for hvordan prisen på norsk eksportert gass vil utvikle seg.

Storbritannia kan om relativt kort tid bli et viktig marked for norsk naturgasseksport. På 1990-tallet erstattet gasskraftverk kullfyrte kraftverk i Storbritannia. Dette ga en kraftig økning i gassetterspørselen.

Landet har til nå vært selvforsynt med naturgass, men om et par år ligger det an til at produksjonen vil falle. Storbritannia kan derfor ganske raskt bli nettoimportør av naturgass. Samlet etterspørsel i Storbritannia er rundt dobbelt så stor som den samlede norske eksporten av naturgass. Norge har et fortrinn i den relativt korte avstanden mellom feltene i Nordsjøen og Storbritannia. Det kan bli nødvendig å bygge ut ny transportkapasitet i form av nye rørledninger.

De siste årene har kronkursen fulgt forskjellen i de kortsiktige rentene mellom Norge og utlandet. Derfor har kronen vært sterk. I tillegg ser det ut til at den høye oljeprisen har bidratt.

Virkingen av renteforskjellen på kronen ble forsterket av forholdene i kapitalmarkedene i fjor. Aktørene har søkt rentegevinster. Spekulasjon i svingninger mellom hovedvalutaene har fram til det siste i mindre grad vært et tema.

Mens aksjekursene falt, søkte investorene etter alternative plasseringer. Det har bidratt til å gjøre kronerrenten mer attraktiv. Kronen styrket seg samtidig som aksjemarkedene falt ute og hjemme. Det er særlig obligasjoner og andre rentebærende papirer som har vært etterspurt.

Renteforskjellen mellom Norge og utlandet bidro til en styrking av kronen. Norges Bank har redusert signalrenten fra 7 prosent til 5½ prosent siden 11. desember. Rentedifferansen er redusert. Siden siste halvdel av januar har kronen svekket seg. Forventninger om lavere rente har trolig vært en medvirkende forklaring. Pengepolitikken er blitt mindre stram.

Mens omslaget ute kom for to år siden, varte den norske høykonjunkturen ved. Derfor ble renteforskjellen mot utlandet etter hvert stor. Den store renteforskjellen skyldes ikke at renten i Norge er høy, men at rentene i utlandet er historisk lave.

I løpet av høsten og vinteren er det blitt 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 usedvanlig lave. Vi må tilbake til begynnelsen av 1960-årene for å finne like lave renter i USA som i dag. Også Danmark, Sverige, England, Sveits og Island har satt ned rentene. Canada har på den andre siden økt renten den siste tiden.

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 1½ prosent i store deler av 2003. Et tilsvarende bilde gjør seg gjeldende i Europa.

Vi venter fortsatt at veksten internasjonalt gradvis tar seg opp mot et mer normalt nivå, men oppgangen er skjøvet ut i tid. Vi kan imidlertid ikke utelukke at verdensøkonomien står foran en ganske lang periode med stagnasjon. De lave rentene i USA og Europa er et uttrykk for denne risikoen.

Den svake internasjonale utviklingen har gitt negative impulser inn i norsk økonomi gjennom styrket kronekurs, fallet i aksjemarkedene og lavere etterspørsel rettet mot norsk eksport. En større del av norsk produksjon utsettes for konkurranse.

Konjunkturbarometeret for industrien viser at industriledernes forventninger til den framtidige utviklingen er negativ. 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 har vært en kraftig økning i antall konkurser. Antall åpnede konkurser er det høyeste på ni år. Ser vi bort fra personlige konkurser har økningen vært på 19 % fra 4. kvartal 2001. Den største økningen har vært i industrien og i bygg og anleggssektoren. Alle fylker unntatt Oppland opplevde en økning i antall konkurser i forhold til 2001. Vestfold, Rogaland og Nordland hadde kraftigst økning (hhv. 67, 59 og 56 prosent fra 2001 til 2002). Oslo hadde en økning på 25 prosent fra 2001.

Ordretilgangen i industrien falt kraftig i 3. kvartal i fjor, men har tatt seg noe opp igjen i 4. kvartal. Ordretilgangen er ikke stor nok til å opprettholde ordrebeholdningen.

De siste årene har verfts- og verkstedindustrien holdt aktivitetsnivået oppe i norsk industri. Skipsverftene opplevde en kraftig økning i ordrene før årsskiftet 2000/2001, da skipsbyggingsstøtten i Norge og mange europeiske land falt bort. Svært lav ordretilgang har siden ført til at ordreservene er i ferd med å bli uttømt.

Oljeinvesteringene øker noe fra i fjor til i år. Vekstimpulsene til fastlandsøkonomien fra oljeinvesteringene vil imidlertid kunne bli mindre enn vi tidligere har vært vant til. En stor del

av økningen vil være knyttet til anlegg og installasjoner som har en høy importandel. Det høye kostnadsnivået i Norge medfører også at flere kontrakter blir gitt utenlandske selskaper. Samtidig benytter norske verft i økende grad utenlandske underleverandører med et lavere kostnadsnivå. Det rammer norsk verfts- og verkstedindustri.

Lønningene i norsk industri vokste fra januar 1996 til utgangen av januar i år knapt 15 prosent mer enn lønningene hos handelspartnerne. 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 regnskaper.

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. Rogalandsforskning har ansvaret for nettverket og gjennomfører kontaktmøter i Rogaland og Hordaland.

Offentlig statistikk vil fortsatt være hovedgrunlaget 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.

Det mest iøynefallende fra februartunden i region Sørvest er utviklingen i oljesektoren. Konkurransutsatte bedrifter opplever vanskelige tider. Kronekursen og lønnsveksten har ført til pressede driftsmarginer for industrien. Industriproduksjon rettet mot hjemmemarkedet opplever ikke lenger vekst og eksportrettet industri sliter med både produksjon og priser. Det er nedgang i leveranser til oljeindustrien som følge av mindre leting, få nye prosjekter og tap av prosjekter til utenlandske leverandører. Bygg- og anleggssektoren viser moderat tilbakegang på grunn av redusert interesse for næringsbygg. Varehandelen melder om skuffende jule- og januarsalg.

Svakere tider for eksportrettet industri, svikt i deler av oljesektoren og lavere marginer i næringslivet kan medføre høyere ledighet i regionen. Det meldes også om bedre tilgang på kvalifisert arbeidskraft.

Som for resten av landet, er offentlig sektor og deler av privat tjenesteyting viktig for sysselsettingen i Rogaland, men andelen av sysselsettingen i disse næringene er lavere enn landsgjennomsnittet. Næringslivet og verdiskapingen står sterkt i denne landsdelen.

Industri og utvinning av olje og gass har en større andel av sysselsettingen i Rogaland enn i landet for øvrig. Det er forholdsvis mye konkurranseutsatt industri i fylket. Mye av industrisysselsettingen i Rogaland finnes innenfor verkstedindustrien og bygging av skip og oljeplattformer. Det er også mange sysselsatte innenfor nærings- og nytelsesmiddelindustrien. Rogaland er også et viktig jordbruksfylke. En stor del av industriproduksjonen i Rogaland er rettet mot eksport.

Vi må regne med at arbeidsledigheten vil fortsette å øke noe, særlig innenfor industrien. Vi anslår at den registrerte ledigheten øker fra 3 ¼ prosent i 2002 til 4 prosent i 2003 og videre opp til 4 ¼ prosent. Ledigheten anslås å stabilisere seg på dette nivået i 2005.

Det er store regionale forskjeller i arbeidsledigheten. Ved utgangen av mars hadde 3,8 prosent av arbeidsstyrken i Rogaland meldt seg som ledige. Dette er nær 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 har imidlertid bidratt til at pengepolitikken nå er lettere. Utviklingen videre fremover vil blant annet avhenge av utviklingen i renten og kronekursen. 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, vil det etter hvert være utsikter til høyere vekst.

Konsumprisutviklingen har vært preget av et nokså stort sprik mellom prisveksten på importerte konsumvarer og norskproduserte varer og tjenester. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester preges av at lønnsveksten i Norge har ligget 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. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har holdt seg oppe i hovedsak som følge av høy lønnsvekst de siste årene. 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.

Det nærmeste året vil den underliggende prisveksten preges av at kronen har vært sterk. Til tross for høy lønnsvekst vil tolv månedersveksten i konsumprisene justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) med stor sannsynlighet ligge mellom 1½ og 2 prosent fram til sommeren. 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.

På bakgrunn av analysene i inflasjonsrapporten satte Norges Bank ned styringsrenten med 0,5 prosentpoeng til 5,5 prosent på møtet i hovedstyret 5. mars. På pressekonferansen etter møtet uttalte visesentralbanksjef Jarle Berge at "Med en rente på 5,5 prosent ser Norges Bank det som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere".