

# Pengepolitikken og konjunkturutviklingen

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem. i Troms Fiskeoppdrettslag, Harstad 13. mars 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. Anslagene er nedjustert på bakgrunn 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.

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. Inflasjonsmålet er en ramme, ikke et hinder, for at pengepolitikken vil bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Dette formålet kommer også til uttrykk i forskriften for pengepolitikken.

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 kronkursen. Kronen svinger. Vi har åpen handel med utlandet og frie kapitalbevegelser. Vi har ikke virkemidler til å finstyre kronkursen.

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.

Kronkursen 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.

Kronkursen 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.

Svingninger i valutakursene blir drevet fram av kapitalbevegelser over landegrensene. Jakten på avkastning i aksjemarkedene styrte kapitalstrømmene fram til nedgangen satte inn. I USA ble aksjekursene nesten tredoblet fra 1995 til 2000. Børsene i andre land fulgte etter. Fallet er blitt dypere etter at svikten i verdensøkonomien ble forsterket av terror og krigsfrykt. Kapitalen søkte seg bort fra risikoen i aksjemarkedet. 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. Etterspørselen etter obligasjoner økte. Det har gitt lave langsiktige renter.

Med høy usikkerhet og krigsfrykt har tradisjonelle "trygge havner" for kapitalen - som plasseringer i sveitsiske franc og i gull - fått ny 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.

Oljeprisen falt kraftig etter 11. september 2001. Siden har den økt igjen. Frykten for krig i Irak har gjort utsiktene for verdens oljeforsyning usikre. Lagrene av olje for strategiske formål har økt, mens de private oljelagrene er lave. Det har presset oljeprisen opp. I tillegg har streik i Venezuela bidratt.

Oljemarkedet er labilt. De spesielle forholdene i oljemarkedet vil ikke være varige.

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.

De siste årene har kronekursen 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. Virkningen av renteforskjellen på kronen er blitt forsterket av forholdene i kapitalmarkedene. 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 kronerenten 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.

Konkurransenevnen i næringslivet var nær 15 prosent svakere enn gjennomsnittet de siste 30 årene i januar i år. Tidligere har konkurransenevnen ved slike betydelige avvik alltid vendt tilbake mot gjennomsnittet i løpet av nokså kort tid. Markedsaktørene avveier forholdet mellom renteforskjellen til utlandet på den ene siden, og på den andre siden utsiktene til at

kronen skal svekke seg i framtiden. Forskjeller i konjunktorene kan føre til at kronekursen på kort sikt skyter over sitt framtidige nivå.

Med det nivået kronekursen nådde i slutten av januar, hadde konkurranseevnen svekket seg med noe under 25 prosent siden 1996. Kronen var om lag 10 prosent sterkere.

Per 10. mars var kronen om lag 3 prosent sterkere enn i 1996. Den svekkelsen av konkurranseevnen som nå står igjen, skyldes i hovedsak at lønnskostnadsveksten har vært høy.

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. Siden da har kronen styrket seg, og virkningen av den høye lønnsveksten kom etter hvert til syne i bedriftenes regnskaper.

I de ti årene som har gått siden bank- og valutakrisen i 1992, hadde vi lenge en balansert økonomisk utvikling. Men mot slutten av oppgangen ble det mangel på arbeidskraft, lønnsveksten tiltok og vi fikk en kraftig økning i husholdningenes forbruk og gjeldsopptak. Renten i Norge måtte holdes oppe.

Mens omslaget ute kom for to år siden, varte den norske høykonjunktoren 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. Vi må tilbake til begynnelsen av 1960-årene for å finne like lave renter i USA som i dag. Et nytt lønnsbortsett i 2002 forsterket ubalansene i økonomien og ga impulser til økt prisvekst på varer og tjenester som produseres i Norge. Derfor har pengepolitikken vært stram.

Realrenten - renten justert for inflasjonen - økte i 2000 og var etter det noe høyere enn gjennomsnittet de siste tretti årene. Etter at renten ble satt ned nå i vinter, er realrenten ikke spesielt høy. Pengepolitikken har vært stram gjennom den sterke kronen.

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 og Europa er usedvanlig lave.

Vi venter fortsatt at veksten internasjonalt gradvis tar seg opp mot 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.

Arbeidsledigheten har økt, først og fremst innenfor tjenesteytende næringer. Det er utsikter til forverringer for industrien. Høy lønnsvekst tvinger fram kostnadsreduksjoner og nedbemanning i mange næringer og i kommunene.

Inflasjonen i 2002 endte - med 2,3 prosent - nær inflasjonsmålet, men har ligget noe lavere de siste månedene. Det er særlig den sterke kronkursen som har bidratt til lav prisvekst. 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. En utvikling der lønnsveksten ikke reagerer på utsiktene i arbeidsmarkedet, kan gi betydelige realøkonomiske kostnader.

Utviklingen det siste året viser at pengepolitikken virker, og at inflasjonen kan holdes lav og stabil også i perioder med sterk kostnadsvekst innenlands. For at også den realøkonomiske utviklingen skal bli tilfredsstillende over tid, må imidlertid reallønnsveksten tilpasses den underliggende produktivetsveksten.

For at det skal være mulig å dempe en eventuell nedgangskonjunktur gjennom lettelser i pengepolitikken, er det en forutsetning at veksten i lønnskostnadene avtar. Pengepolitikken kan ikke motvirke en økning i ledigheten som skyldes at lønnskostnadene i Norge øker vesentlig mer enn i utlandet. Heller ikke en ekspansiv finanspolitikk kan motvirke en kostnadsdrevet økning i ledigheten.

Veksten i reallønningene er langt høyere enn den underliggende veksten i produktiviteten i norsk økonomi. Hvis de økte kostnadene ikke kan veltes over på kundene, faller inntjeningen og lønnsandelen<sup>1</sup> går opp. Mange bedrifter og virksomheter vil derfor måtte tilpasse arbeidsstokken slik at lønnsomheten holdes oppe. Det fører til lavere sysselsetting og økt produktivitet. For enkelte bedrifter kan det være en forutsetning for å beholde sin virksomhet i Norge. Alternativet er å legge ned eller flytte ut produksjonen.

Mens lønnsandelen har økt kraftig i industrien, har den holdt seg nokså stabil i det øvrige næringslivet. Marginene i importfirmaer har økt. Det gjenspeiler at kronestyrkingen ikke fullt har kommet konsumentene til gode. Vi vet også at sysselsettingen i deler av tjenestesektoren har falt. Mange bedrifter i tjenesteytende næringer har tilpasset arbeidsstokken for å holde lønnsomheten oppe. I noen grad kan de økte kostnadene her også veltes over på kundene gjennom økte priser.

Sysselsettingen i industrien faller. I offentlig sektor, hvor sysselsettingen har vokst kraftig de siste årene, er det budsjettmessig bare rom for en moderat økning i sysselsettingen i år. Samlet sett anslår vi et fall i sysselsettingen på ½ prosent i år og uendret sysselsetting neste år. Et tilsvarende forløp for sysselsettingen hadde vi også tidlig på 1980-tallet. Da steg arbeidsledigheten markert som følge av fortsatt kraftig vekst i arbeidsstyrken. Yrkesdeltakelsen er nå på et rekordhøyt nivå i Norge. Den demografiske tilgangen til arbeidsmarkedet er liten. Samtidig er det forhold som kan bidra til at veksten i arbeidsstyrken blir mindre enn det demografien tilsier. Flere kan velge å studere inntil situasjonen på arbeidsmarkedet har bedret seg. Noen av dem som blir arbeidsledige kan gå ut av arbeidsmarkedet til ulike pensjonsordninger. Avgangen fra arbeidsmarkedet og lav demografisk tilvekst til arbeidsstyrken vil kunne begrense økningen i arbeidsledigheten.

Arbeidsledigheten anslås likevel å øke, særlig innenfor industrien. Økningen i arbeidsledigheten gjennom 2002 skjedde i hovedsak innen tjenesteytende næringer. Fram til slutten av 2002 holdt industriledigheten seg stabil. De siste månedene har derimot

ledigheten blant industriarbeidere steget betydelig. Flere permitterte arbeidstakere og lavere forventninger til sysselsetting i industribedrifter er indikasjoner på økt ledighet i industrien fremover. I tillegg viser statistikk over utlyste stillinger innen industrien en nedgang på 40 prosent det siste året. Etterspørselen etter arbeidskraft, målt ved utlyste stillinger, er lav også i andre næringer. Dette tilsier at ledigheten kan øke ytterligere også i skjermede næringer i tiden fremover.

Vi anslår at den registrerte ledigheten øker fra 3¼ prosent i 2002 til 4 prosent i 2003 og videre opp til 4¼ prosent. Ledigheten anslås å stabilisere seg på dette nivået i 2005.

Det er store regionale forskjeller i arbeidsledigheten. Ved utgangen av februar hadde 3,6 prosent av arbeidsstyrken i Troms meldt seg som ledige. Dette er under landsgjennomsnittet på 3,9 prosent.

Jordbruk og fiske har til sammen en større andel av sysselsettingen i Troms enn i landet for øvrig. Det er relativt lite konkurranseutsatt industri i fylket. Om lag halvparten av industrisysselsettingen i er innenfor næringsmiddelindustri.

Som for resten av landet, er offentlig sektor og deler av privat tjenesteyting viktig for sysselsettingen i Troms. Forretningsmessig og finansiell tjenesteyting har en mindre andel av sysselsettingen enn landsgjennomsnittet.

I arbeidet med inflasjonsrapporten ble det benyttet informasjon fra det regionale nettverket som ble etablert i fjor. Gjennom seks runder i året vil vi ha samtaler med kontakter fra nærings- og samfunnslivet om den økonomiske utviklingen i deres bedrifter og næringer, til sammen rundt 200 besøk i hver runde. Vi har delt landet inn i 7 regioner og har for seks av dem knyttet til oss regionale forskningsinstitutter som gjennomfører kontaktmøter på vegne av Norges Bank. Nord-Norge dekkes av Kunnskapsparken i Bodø.

Bedriftene i nord rapporterer om redusert etterspørsel og fallende lønnsomhet. Tendensen er den samme innenfor de fleste bransjer med unntak av varehandel og bygg og anlegg. Kronekursen sammen med et kostbart lønnsoppgjør har bidratt til å svekke konkurransevnen til den eksportrettede industrien. Dette har skapt betydelig lavere etterspørsel og omsetning hos de bedrifter som leverer varer og tjenester til denne industrien.

Bedriftene innen varehandelen har opplevd vekst i omsetningen og god lønnsomhet i den siste tiden. Bedriftskontaktene forventer at denne utviklingen vil fortsette i de førstkommende månedene.

Det rapporteres om noe vekst i aktiviteten innenfor bygg og anlegg. Den økte aktiviteten henger sammen med økt etterspørsel fra offentlig sektor.

Både innenfor offentlig sektor og innenfor industrien rapporteres det om nedbemanning. Det planlegges i større grad enn tidligere reduksjoner i arbeidsstokken og permitteringer fremover.

Utviklingen i norsk økonomi ser ut til å kunne bli svakere enn hva vi anslo i inflasjonsrapporten i fjor høst. 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 kronkursen siden januar har imidlertid bidratt til at pengepolitikken nå er lettere. Flere år med svekket konkurransevne vil likevel virke dempende på veksten framover.

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.

De siste årene har verfts- og verkstedindustrien holdt aktivitetsnivået oppe i norsk industri. Skipsverftene opplevde en kraftig økning i ordrene før årsskiftet 2000/2001 før bortfallet av skipsbyggingsstøtten i Norge og mange europeiske land. Svært lav ordretilgang siden har ført til at ordreservene er i ferd med å bli uttømt. En kraftig økning i oljeinvesteringene vil kunne gi visse positive vekstimpulser for offshore- relatert industri. Etterspørselsimpulsene til fastlandsøkonomien fra oljeinvesteringene vil imidlertid kunne bli mindre enn vi tidligere har vært vant til. En stor del av økningen fra i fjor til i år 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 verkstedindustri.

Mange tjenesteytende næringer har hatt behov for å justere kapasiteten i takt med endrede rammebetingelser. Investeringene i tjenesteytende sektorer har falt kraftig, Vi ser for oss en fortsatt nedgang i investeringsnivået. Det er mye ledig kapasitet i markedet for næringslokaler. Gjennom det siste drøye året er det foretatt betydelige omstillinger og nedskaleringer, særlig innen IKT-sektoren og i luftfarten. Med utsikter til en fortsatt svak utvikling i verdensøkonomien og et usikkert aksjemarked kan behovet for kapasitetsreduksjoner fortsatt være til stede.

Fallet i aksjekursene gjenspeiler blant annet svakere forventninger til fremtidig inntjening. Det kan føre til at bedriftene utsetter eller avlyser planlagte investeringer. Når aksjekursene er lave kan bedriftene i tillegg oppleve det som ugunstig å hente inn kapital gjennom emisjoner.

Sterk vekst i det private forbruket har bidratt til å holde aktiviteten i norsk økonomi oppe. Kraftig lønnsvekst ga, sammen med skatte- og avgiftslettelser, en vekst i den disponible realinntekten for husholdningene på nærmere 5 prosent i fjor. Den reelle inntektsveksten vil bli vesentlig lavere i år, og trolig lavere enn tidligere anslått. Ubalanser i det norske kraftmarkedet har trukket elektrisitetsprisene kraftig opp. Det innebærer en vesentlig reduksjon i veksten i husholdningenes reelle inntekter. Rentereduksjonene i vinter trekker i motsatt retning. I tillegg venter vi en svakere sysselsettingsutvikling og noe lavere lønnsvekst i år enn tidligere anslått.

I løpet av det siste halve året er husholdningene blitt mindre optimistiske til den økonomiske utviklingen fremover. Økt usikkerhet i arbeidsmarkedet og lavere forventninger trekker i

retning av forsiktighet i husholdningene og økt sparing. Lavere rente trekker i motsatt retning. Husholdningenes spareatferd kan også påvirkes av de høye strømprisene. Samlet legger vi til grunn en midlertidig moderat nedgang i sparingen i år.

Neste år vil en normalisering av strømprisene bidra til å øke veksten i reelle inntekter sammenliknet med i år. Samtidig har vi forutsatt at deler av den økte bruken av oljeinntekter over statsbudsjettene vil innebære økte overføringer eller skatteletter for husholdningene. Sammen med lavere rente kan det bidra til fortsatt relativt god vekst i det private konsumet de neste årene.

I de siste månedene har det vært lavere vekst i boligprisene enn i de foregående årene. Aktiviteten i boligmarkedet har avtatt, og det tar lenger tid å få solgt boliger. Veksten i husholdningenes låneopptak er fortsatt høy, selv om den har avtatt noe i det siste. En svakere utvikling i boligprisene og mindre optimisme i husholdningene kan bidra til å redusere låneveksten ytterligere fremover.

BNP for Fastlands-Norge anslås til å vokse mindre enn trendmessig vekst, med 1¼ prosent i år og 2 prosent neste år. I 2005 anslås veksten til 2¼ prosent.

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 prisimpulsene fra utlandet, valutakursutviklingen og hvordan endringer i kursen slår igjennom på konsumprisene i Norge. Den kraftige veksten i strømprisene kan også smitte over på andre konsumpriser. På ett til to års sikt vil lønnsutviklingen i år og neste år spille en viktig rolle. Anslagene for prisveksten avhenger av hvilke forutsetninger som gjøres for rente og valutakurs.

I inflasjonsrapporten presenterte vi to ulike utviklingsbaner for norsk økonomi. Slik vi så det, lå det an til gradvise lettelser i pengepolitikken. I den ene banen ble stramheten i pengepolitikken holdt uendret. Da ble inflasjonen lavere enn målet de neste årene. I en annen bane ble det lagt inn pengepolitiske lettelser i tråd med forventningene hos markedsaktørene. Da ble det utsikter til at inflasjonen tok seg opp og kom over inflasjonsmålet.

Vi må være forberedt på at den faktiske utviklingen kan komme til å avvike fra begge disse banene. Norges Bank vil løpende vurdere utviklingen i internasjonal økonomi, i norsk økonomi og i kronekursen, og sette renten med sikte på at inflasjonsmålet skal bli nådd.

## Fotnoter

<sup>1</sup>Det vil si lønnskostnadenes andel av verdiskapingen etter skatter og avgifter (faktorinntekten)