

# Utsiktene for norsk økonomi

Foredrag av visesentralbanksjef Jan F. Qvigstad for Sparebank 1 Fredrikstad, 4. november 2009.

*Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 28. oktober og Pengepolitisk rapport 3/09.*

*Figur: Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt*

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært nær, men noe under 2,5 prosent. Konsumprisveksten var gjennomgående noe lavere enn målet fra 2003, og pengepolitikken var da innrettet med sikte på å bringe inflasjonen opp. I 2007 og 2008 tiltok prisveksten og kom noe over målet. Inflasjonsforventningene var godt forankret, og renten ble gradvis satt opp til et mer normalt nivå. En inflasjon nær målet og godt forankrede inflasjonsforventninger var vesentlig for at pengepolitikken skulle virke effektivt da styringsrenten ble satt mye ned sist høst og vinter.

*Figur: Kredittrisiko på utvalgte banker og påslag i pengemarkedet*

Det har gått ett år siden finanskrisen traff for alvor og førte til det sterkeste tilbakeslaget i verdensøkonomien siden annen verdenskrig. Finanskrisen ga svikt i tillit til banker, motparter og kontraktspartnere.

Tiltakene fra sentralbanker og stater har gitt større stabilitet i finansmarkedene. Rentepåslagene i kreditt- og pengemarkedene har gått ned, og aktiviteten har tatt seg opp. De daglige svingningene er blitt mindre.

*Figur: Indikator for verdenshandelen og industriproduksjon i OECD og fremvoksende regioner*

Bedringen i finansmarkedene det siste halvåret og økt tilgang på kreditt har ført til at verdenshandelen nå tar seg litt opp, men bare gradvis og fra et lavt nivå. I det siste har industriproduksjonen økt i USA, Japan og mange fremvoksende økonomier, mens den fortsatt faller – om enn i lavere takt – i mange euroland. Industriproduksjonen i Japan og USA er fortsatt på et meget lavt nivå. Selv om veksten ute tar seg opp, vil kapasitetsutnyttningen i industrilandene fortsatt være svært lav de neste to-tre årene.

*Figur: Internasjonale aksjemarkeder*

Usikkerheten i aksjemarkedene har avtatt og risikopremiene er redusert. Det gjenspeiles i at ledende amerikanske aksjeindekser har vokst over 50 prosent siden bunnen i aksjemarkedene ble nådd i begynnelsen av mars i år. Oslo Børs har økt med om lag 70 prosent siden begynnelsen av mars.

*Figur: Oljepris (Brent Blend) og råvarepriser*

Oljeprisen har steget noe siden i sommer, og er dobbelt så høy som ved bunnen i desember i fjor. Også metallprisene har steget. Oppgangen i oljeprisen må ses i sammenheng med lav vekst i oljeproduksjonen, mer positive forventninger til verdensøkonomien samt en svakere amerikansk dollar.

*Figur: Ledig kapasitet i OPEC og lagre av råolje og raffinerte produkter i USA*

På den annen side er oljelagrene i OECD-landene fremdeles høye, det er mer ledig produksjonskapasitet i OPEC enn i de foregående årene og etterspørselen etter olje er fortsatt svak.

*Figur: Styringsrenter og beregnede terminrenter*

Styringsrenten er nær null i mange land. Flere sentralbanker har signalisert at renten vil holdes lav lenge, og forventede styringsrenter ute har falt. Prisingen i markedet indikerer at det ventes en oppgang i styringsrentene i flere land etter årsskiftet.

*Figur: Effektive valutakurser*

Kronen svekket seg betydelig i annet halvår i fjor, men senere har den styrket seg igjen. Økt risikovilje og forventninger i markedet om en noe tidligere renteoppgang i Norge har trolig bidratt til sterkere krone. Lavere kapitalutgang fra Statens pensjonsfond – Utland har trolig også bidratt. Omsetningen i norske kroner har tatt seg opp etter sommeren, og likviditeten i valutamarkedet har bedret seg.

I anslagene er det lagt til grunn at kronen vil svekke seg noe fra dagens nivå. Vi bygger dette blant annet på at realkursen på kroner etter hvert vender tilbake til det historiske gjennomsnittet.

Kronen flyter og svinger en del. Den har en tendens til å styrke seg i gode tider og falle i verdi når norsk økonomi møter negative forstyrrelser. Likevel bidrar budsjettpolitikken og oljefondsmekanismen til stabilitet i kronen. Det ser vi tydelig hvis vi sammenligner utviklingen i kronen de senere år med valutaer til andre åpne økonomier som eksporterer mye råvarer, som Australia og New Zealand.

*Figur: BNP-vekst*

Utsiktene for norsk økonomi er bedre enn for de fleste andre industrilandene. Aktiviteten vil trolig ta seg raskere opp igjen, og inflasjonen vil kunne holde seg noe høyere enn i mange andre land.

Tiltakene i pengepolitikken har sammen med oljeinvesteringene og veksten i offentlige utgifter bidratt til å holde aktiviteten oppe. Lavkonjunkturen i norsk økonomi kan bli forholdsvis mild.

*Figur: Motkonjunkturpolitikk med ukonvensjonelle tiltak*

Norske myndigheter satte i verk en rekke tiltak for å dempe utslagene av krisen på norsk økonomi. Tiltakene har gjort at likviditetskrisen ikke fikk utvikle seg til en soliditetskrise for bankene og en krise i norsk realøkonomi.

Norges Bank reduserte styringsrenten kraftig i fjor høst. I 2009 er styringsrenten satt videre ned til 1,25 prosent. Norges Bank trappet også opp sin tilførsel av likviditet til bankene i form av kortsiktige og langsiktige lån. Ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) bidro til at bankene fikk langsiktig finansiering. Sterk vekst i offentlige utgifter bidro til å stimulere etterspørselen etter varer og tjenester.

For å sikre bankenes soliditet tilfører myndighetene risikokapital til norske banker gjennom Statens finansfond. Staten har også gitt økte lån og garantier for norsk eksport og økt rammene for statsbankene. Samtidig får Folketrygdfondet øke sine kjøp av obligasjoner.

#### *Figur: Avviklingen av ekstraordinære tiltak*

De ekstraordinære tiltakene som ble iverksatt i penge- og likviditetspolitikken har vært tilpasset en situasjon der finansmarkedene lå nede for telling. I Norge har det vært riktig å starte avviklingen tidligere enn i andre land:

De siste månedene har Norges Bank ikke tilført kronelikviditet gjennom valutabytteavtaler og heller ikke likviditet i utenlandsk valuta.

Norges Bank har ikke tilbudt lån i kroner med lang løpetid siden februar.

Overskuddslikviditeten i banksystemet ble økt til over 100 milliarder kroner, men er nå nær et mer normalt nivå. Det motiverer bankene til å bruke pengemarkedet igjen.

Ordningen med bytte av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) mot statspapirer har i vesentlig grad bidratt til å sikre bankene langsiktig finansiering. I vår så vi de første tegn til at markedet for obligasjoner med fortrinnsrett begynte å fungere. Minsteprisen i bytteordningen er blitt økt med 0,9 prosentenheter, fra NIBOR-0,2 prosentenheter til NIBOR+0,7 prosentenheter. Bruken av ordningen fases nå ut.

For å legge til rette for at bankene kunne låne mer i Norges Bank, ble det lempet på kravene til sikkerhet. Dette reverseres.

Norges Bank har også varslet at andelen av bankenes låneadgang i Norges Bank som kan sikres med vanlige bankobligasjoner, etter hvert vil bli redusert. Adgangen til å låne med sikkerhet i obligasjoner med fortrinnsrett vil bli opprettholdt.

BNP for Fastlands-Norge steg i andre kvartal etter to kvartaler med markert nedgang. Veksten var noe høyere enn vi hadde ventet, og hadde sitt motstykke i god vekst i offentlig etterspørsel og privat konsum. Våre kontakter i det regionale nettverket meldte i september at aktiviteten hadde økt noe i tredje kvartal. Det var særlig næringer som retter seg mot husholdninger og offentlig sektor som bidro til økt aktivitet.

Til tross for at aktiviteten både hjemme og ute har tatt seg noe opp igjen, er det fortsatt forholdsvis svake utsikter for industrien og bygge- og anleggssektoren. Etter en lang periode med fall i industriproduksjonen, økte produksjonen igjen i juli og august.

Nedgangen i ordretilgangen og ordreservene, blant annet i verftsindustrien, tyder likevel på et lavt produksjonsnivå i industrien fremover. Ifølge vårt regionale nettverk er det utsikter til uendret produksjon i industrien det neste halve året. Samlet for bygge- og anleggssektoren ventes det også om lag uendret produksjon, men her er det økt aktivitet innen anleggssektoren som vil holde produksjonen oppe. Bedriftene innen tjenesteyting venter at produksjonen vil ta seg opp det neste halve året. Innen varehandel melder bedriftene i nettverket at produksjonen øker og at det ventes fortsatt vekst fremover.

#### *Figur: Petroleumsinvesteringer*

Oljesektoren bidrar til å stabilisere samlet etterspørsel i norsk økonomi, både gjennom nyinvesteringer, vedlikehold og drift.

Investeringene i petroleumsvirksomheten har økt betydelig de siste årene, men ser ut til å falle noe mot slutten av inneværende år. Investeringstillingen for petroleumssektoren fra Statistisk sentralbyrå tyder på at petroleumsinvesteringene vil være høye også i 2010. Utgiftene til leting og produksjonsboring ser ut til å øke markert, men dette blir et stykke på vei motvirket av lavere kjøp av varer og tjenester til feltutbygging og felt i drift. Den endrede sammensetningen av investeringene vil bidra til å redusere etterspørselen mot norsk leverandøringdustri.

Flere investeringsprosjekter er planlagt på norsk sokkel i årene som kommer. Det er grunn til å tro at en del av de planlagte investeringene krever en minste oljepris på rundt 70 dollar per fat for å være lønnsomme. Vi legger til grunn at oljeprisen vil stige i takt med terminprisene på olje. Disse prisene antyder en oljepris i 2010 og 2011 som er 5 til 10 dollar over dagens nivå. Vi anslår derfor at petroleumsinvesteringene vil være høye i perioden 2010 – 2012.

Skulle vekstutsiktene ute igjen forverre seg, vil det kunne gi et markert fall i oljeprisen. Det vil kunne føre til et fall i oljeinvesteringene og få konsekvenser for øvrige deler av norsk økonomi. På den annen siden bidrar fall i oljeprisen normalt til at kronen svekker seg. Skulle kronen svekke seg over lengre tid, kan det føre til at inflasjonen blir for høy. Lavere oljepris vil svekke vekstutsiktene, men den samlede virkningen på inflasjonen av et markert fall i oljeprisen og en svakere krone er ikke entydig.

#### *Figur: Realvalutakurser*

Den kraftige nedgangen i aktiviteten hos våre handelspartnere har gitt mindre etterspørsel etter norske eksportprodukter. Nedgangen i norsk eksport har kommet litt senere og vært noe mindre enn hva vi har sett i en del andre land. Etter et kraftig fall i eksporten i første halvår, tyder tall fra utenrikshandelsstatistikken på at eksporten av tradisjonelle varer har økt noe i høst. Vårt regionale nettverk melder at eksportindustrien venter om lag uendret aktivitet det neste halve året.

Kostnadsnivået i norsk næringsliv er nå om lag 15 prosent høyere enn gjennomsnittet for hele perioden siden 1970, målt ved relative lønninger i felles valuta. Siden lønnsveksten er

høyere her hjemme enn ute, vil relative kostnader stige fremover, selv om den nominelle kronkursen skulle holde seg uendret. Det gir et krevende utgangspunkt for mange norske bedrifter i internasjonal konkurranse og kan påvirke valget av lokalisering av virksomhet fremover. Fremover venter vi at eksporten vil ta seg opp, men at veksten vil være lavere enn forventet markedsvekst ute.

*Figur: Bankenes kredittpraksis overfor ikke-finansielle foretak og husholdninger*

De private investeringene har falt noe mindre i Norge enn i enkelte andre land det siste året, til tross for at bedriftsinvesteringene også her har falt markert. Kredittveksten til foretakene avtar, men Norges Banks utlånsundersøkelse for tredje kvartal tyder på at det er blitt lettere for bedriftene å få banklån og at denne tendensen vil fortsette i fjerde kvartal. Samtidig er det blitt lettere og billigere å låne i obligasjonsmarkedet. Nedgangen i bedriftsinvesteringene vil trolig stanse opp i løpet av 2010 etter hvert som veksten tar seg opp, tilgangen på finansiering bedres ytterligere og rentene fortsatt er lave.

Bankenes innstramming i kredittpraksis overfor husholdninger har vært mindre enn overfor bedriftene. I følge vår utlånsundersøkelse forventer alle bankene uendret kredittpraksis overfor husholdningene fremover.

*Figur: Innenlandsk kreditt til husholdningene og boligprisvekst*

Nedgangen i renten fram mot sommeren og lettere tilgang på boliglån har bidratt til økt etterspørsel etter boliger. Boligprisene har, justert for sesongvariasjoner, økt med om lag 14 prosent siden bunnen i november i fjor, og fallet i kredittveksten til husholdningene har flatet ut. Vi venter at boliginvesteringene kan begynne å øke mot midten av neste år.

*Figur: Husholdningenes forventninger*

Renten i Norge er lav. Det har gitt ny vekst i husholdningenes forbruk, og vi venter at husholdningenes etterspørsel fortsetter å øke. Deres vurderinger av utsiktene fremover er nå mer optimistiske enn de var sist høst, ifølge undersøkelsene til TNS Gallup og Opinion.

I tillegg har boligformuen økt som følge av oppgangen i boligprisene, noe som kan understøtte veksten i konsumet.

Vi har lite erfaring med hvordan et så lavt rentenivå som vi har nå, vil påvirke utviklingen i produksjonen og priser over tid. Blir veksten i husholdningenes etterspørsel sterkere enn ventet, kan renten bli satt opp mer og tidligere enn vi nå ser for oss.

*Figur: Strukturelt oljekorrigert underskudd og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland*

Finanspolitikken er ekspansiv i år, og ifølge Nasjonalbudsjettet 2010 legges det opp til en ytterligere, men mindre, ekspansiv impuls til økonomien neste år. Handlingsregelen for finanspolitikken tilsier at underskuddet i statsbudsjettet reduseres ned mot 4 prosent av fondskapitalen i Statens pensjonsfond – Utland når aktivitetsnivået i økonomien er normalt. Norges Banks anslag bygger på en beregningsteknisk forutsetning om at det strukturelle

oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet i 2010 videreføres i 2011 og 2012. Med lavere vekst i Statens pensjonsfond – Utland enn tidligere år, vil det bety at underskuddet likevel vil være større enn 4 prosent av fondskapitalen, selv etter at kapasitetsutnyttningen er kommet opp på et normalt nivå. Hvis økonomien utvikler seg om lag som ventet, vil en finanspolitikk i tråd med handlingsregelen kunne gi en lavere rente og svakere krone enn anslått.

*Figur: Ledighet (LFS) i prosent av arbeidsstyrken*

Arbeidsledigheten er høy i mange land. Her hjemme har ikke arbeidsledigheten steget så mye som vi tidligere har anslått. I oktober var antall registrerte ledige 2,8 prosent av arbeidsstyrken, uendret fra september. Dette er svært lavt sammenlignet med andre land.

*Figur: Arbeidsledighet i Norge*

Sysselsettingen har falt mindre enn fallet i aktiviteten skulle tilsi. Den lave ledigheten kan dels skyldes at det kan ha tatt tid for bedriftene å tilpasse arbeidsstokken til det brå fallet i produksjonen, og dels at bedriftene velger å holde på arbeidstakerne i påvente av at etterspørselen skal ta seg opp. I mange sektorer er nivået på sysselsettingen likevel høyt i forhold til produksjonen, og produktivitetsutviklingen det siste året er den svakeste siden 1988.

I anslagene har vi lagt til grunn at produktiviteten bedres gradvis. Bedringen i produktiviteten reduserer kostnadspresset i bedriftene noe. Anslagene er i tillegg basert på at bedriftene kan styrke lønnsomheten ved å sette opp prisene. Dersom bedriftene i stedet reduserer sysselsettingen raskere og mer markert for å bedre produktiviteten, vil det føre til økt arbeidsledighet og lavere lønns- og prisvekst enn lagt til grunn. Renten vil i så fall kunne bli holdt lavere lenger enn vi nå ser for oss, for å sikre at inflasjonen kommer tilbake til inflasjonsmålet.

*Figur: Årslønnsvekst og arbeidsledighetsrate (AKU)*

Lønnsveksten ser ut til å komme ned mot 4 prosent i år. Svak lønnsomhet i industrien som følge av både fall i produktprisene og et lavt produktivetsnivå tilsier moderat lønnsvekst fremover. Samtidig er lønnsveksten hos handelspartnerne lav. Konkurransesevnen for det konkurranseutsatte næringslivet vil dermed kunne svekkes ytterligere i tiden fremover. Det kan isolert sett bidra til å dempe lønnsveksten. På den andre siden vil en fortsatt forholdsvis lav ledighet i Norge bidra til å trekke opp lønnsveksten. Vi anslår at lønnsveksten i 2010 øker til 4¼ prosent, og ytterligere opp mot 4¾ prosent mot slutten av prognoseperioden.

*Figur: Inflasjon*

Den kraftige konjunkturedgangen og fallet i råvareprisene har ført til svært lav konsumprisvekst i mange land. Tolvmånedersveksten i konsumprisene er negativ i USA, euroområdet, Sverige, Japan og Kina. Kjerneinflasjonen er mer stabil, men også den har gått litt ned i det siste. Moderate vekstutsikter og lavere kapasitetsutnyttning enn normalt i de fleste industrilandene vil føre til lav vekst i konsumprisene hos våre viktigste handelspartnere i hele fremskrivningsperioden.

Styringsrenten ble redusert for å motvirke at inflasjonen faller for langt under målet og for å dempe utslagene av det internasjonale tilbakeslaget på norsk økonomi. Den underliggende konsumprisveksten her hjemme har avtatt de siste månedene og anslås nå til i underkant av 2 ½ prosent. Det gjenspeiler virkningene av lavere lønnsvekst, redusert kapasitetsutnyttning i norsk økonomi og lav prisvekst ute. Kronesvekkelsen i fjor høst har bidratt til høyere importpriser, men virkningen av svekkelsen er trolig i ferd med å avta.

Etter en periode med fall i produktiviteten er bedriftenes kostnader per produsert enhet høye. I våre anslag legger vi til grunn at bedriftene kan øke marginene fremover ved å øke prisene noe. Prisveksten vil likevel dempes av nedgangen i lønnsveksten fra 2008 og av gradvis økt vekst i produktiviteten. Noe lenger fram vil høyere lønnsvekst bidra til å øke prisveksten. Kronekursen har steget fra svake nivåer og vil sammen med fallet i prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta dempe prisveksten på konsumvarer på kort sikt.

Konsumprisveksten ventes å falle til noe under 2 prosent i løpet av 2010, før den gradvis tar seg opp mot 2,5 prosent mot slutten av prognoseperioden.

*Figur: Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte*

Renten er lav. Det har gitt ny vekst i husholdningenes forbruk. Samtidig stiger boligprisene. Over tid kan husholdningenes låneopptak igjen øke mye og sparingen falle. Lav produktivitet, økte kostnader for næringslivet, vekst i husholdningenes etterspørsel og høyere kapasitetsutnyttning kan føre til at inflasjonen etter hvert blir for høy. Det trekker i retning av at renten bør settes opp.

På den annen side kan en markert renteøkning i Norge og høyere rentedifferanse mot utlandet gi risiko for at kronen blir sterkere enn anslått slik at inflasjonen blir for lav. Det trekker i retning av at renten ikke bør settes opp for raskt.

Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men dempe de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Samlet tilsier utsiktene og risikobildet at styringsrenten økes gradvis i tiden fremover.

Anslagene er usikre. Ny informasjon kan avdekke om det er trekk ved den økonomiske utviklingen som tilsier at norsk økonomi følger andre utviklingsbaner enn anslått. Høyere kapasitetsutnyttning eller en svakere krone kan på den ene siden gi høyere inflasjon enn anslått. På den annen side kan inflasjonen bli lavere hvis kronen holder seg sterk eller produktiviteten tar seg raskere opp. Skulle kronen bli vesentlig sterkere enn anslått, kan oppgangen i renten bli mindre eller komme senere enn vi nå ser for oss.

Styringsrenten bør ligge i intervallet 1¼ - 2¼ prosent fram til neste rapport legges fram 24. mars 2010 med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Takk for at dere ville høre på!