

# Utsiktene for norsk økonomi

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem for Regionalt nettverk, Region Øst, 19. november 2008.

*Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 29. oktober og Pengepolitisk Rapport 3/08.*

## Finansmarkedene i ulage

De første tegnene på at en krise i finansmarkedene var i emning kom i begynnelsen av 2007. Krisen tiltok i august i fjor og nådde en ny fase i mars i år, da de amerikanske myndighetene måtte redde investeringsbanken Bear Stearns. Det som begynte med isolerte tap i en liten del av markedet for amerikanske boliglån fikk etter hvert store ringvirkninger i det finansielle systemet over hele verden.

Krisen tok en ny og dramatisk vending etter at Lehman Brothers, USAs fjerde største investeringsbank, søkte konkursbeskyttelse 15. september i år. Konkursen bidro til svekket tillit mellom aktørene i finansmarkedene, og markeder ute, men også her hjemme, sluttet nesten å fungere. Tillitssvikten ble forsterket av krise i forretnings- og sparebankene i USA. Blant annet lider obligasjonseiere tap etter at USAs største sparebank – Washington Mutual – etter store tap på boliglån, ble splittet opp og delvis overtatt av JPMorgan Chase. Den 17. september måtte American International Group (AIG), USAs største forsikringsselskap, få nødlån fra den amerikanske sentralbanken. Selskapet hadde en sentral rolle i markeder for å forsikre kredittrisiko.

Finanskrisen har tiltatt i flere europeiske land. Banker i Belgia, Danmark, Frankrike, Nederland, Storbritannia, Sverige og Tyskland har blitt tatt over av staten eller av andre finansinstitusjoner. På Island tok myndighetene over de tre dominerende bankene og avvikler nå deres internasjonale virksomhet. Krisen i bankene har ført til valutaflukt som sammen med krakk i eiendomsmarkedet gir en skarp resesjon.

Også i Norge har virkningene av finanskrisen kommet raskere og blitt mer markert enn det syntes å være grunnlag for bare for kort tid siden. Vi har likevel et bedre utgangspunkt enn de fleste landene. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi har vært svært høy. Vi har store overskudd i utenriksøkonomien og statsfinansene. Norske banker har begrensede investeringer i internasjonale verdipapirer. De har tapt lite, og tjent godt de senere årene. Det norske banksystemet er heller ikke stort i forhold til norsk økonomi.

Bankene ute og hjemme møter usikkerheten med å vegre seg mot å låne til hverandre og stramme inn overfor kunder. Kredittkanalene tørker inn. Pengemarkedsrentene har økt markert og til nivåer langt over sentralbankenes styringsrenter. Utslagene har vært spesielt store i USA, men også rentene i Europa har økt kraftig. Flyten av dollar mellom banker stoppet tidvis opp.

Utover sentralbankenes tiltak for å sikre likviditeten til banksystemene, møtte myndighetene i USA og Europa først finanskrisen som problemer i enkeltinstitusjoner. I USA ble et mer

generelt tiltak vedtatt av Kongressen fredag 3. oktober. Kongressen bevilget 700 milliarder dollar for å kjøpe aktiva som ikke er likvide, fra finansinstitusjoner. Regjeringen i Storbritannia annonserte 8. oktober en rekke tiltak for å stabilisere finansmarkedene, men med vekt på å tilføre risikokapital. Eurolandene fulgte etter og ble 12. oktober enige om å gjennomføre tilsvarende tiltak. Strategien for den amerikanske krisepakken på 700 milliarder dollar ble 12. november endret til at myndighetene blant annet skal skyte inn kapital i bankene og andre finansinstitusjoner.

Det er uvanlig stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen fremover. Dette gjenspeiles blant annet i aksjemarkedene. Siden i vår har både internasjonale aksjeindekser og Oslo Børs falt kraftig. Oslo Børs har falt over 50 prosent siden toppnoteringen i mai.

Sentralbankene i USA, Storbritannia, Canada, euroområdet, Sveits og Sverige gjennomførte 8. oktober koordinerte rentereduksjoner. Også sentralbanken i Kina satte ned styringsrenten. Sentralbanken i USA kuttet 29. oktober styringsrenten med ytterligere 0,50 prosentenheter. Den europeiske sentralbanken og Bank of England reduserte 6. november styringsrentene med henholdsvis 0,50 og 1,50 prosentenheter. Markedsaktørene venter at styringsrentene vil bli satt videre ned hos de fleste av våre handelspartnere. I Norges Bank reduserte vi vår styringsrente i oktober med til sammen én prosentenheter til 4,75 prosent.

Norske pengemarkedsrenter økte markert som følge av at risikopåslagene ute smittet over i det norske markedet. Det europeiske dollarmarkedet har vært mye brukt som kilde til å finansiere norske banker. Dollar i dette markedet benyttes til å skaffe likviditet i norske kroner og til å omfordele likviditet mellom bankene. Bankene låner i dollar for så å bytte valutaen mot norske kroner.

Forholdene i finansmarkedene har bedret seg noe i det siste, men det er fortsatt begrenset tilgang på kreditt og høye risikopåslag. Påslagene ventes å falle en del de nærmeste kvartalene, men markedsaktørene tror det vil ta tid før tilliten til bankene blir gjenopprettet.

Pengepolitikken påvirker økonomien gjennom flere kanaler. Under et samlebegrep omtales dette som transmisjonsmekanismen for pengepolitikken. Sammenhengen mellom Norges Banks styringsrente og virkningene ut i aktivitet og inflasjon har blitt betydelig forstyrret av forholdene i pengemarkedet. Transmisjonsmekanismen virker ikke som før.

Pengemarkedene er blitt sterkt segmenterte. Det er liten omsetning, og utenlandske aktører som trenger kroner har tidvis vanskelig for å få tilgang. Mindre norske banker som tidligere har lånt hos de større, kommer nå direkte til Norges Bank. I denne perioden har, som i andre land, sentralbanken faktisk blitt en markeds plass, og den eneste markeds plassen for aktørene.

For å dempe virkningene av uroen har Norges Bank satt i verk en rekke tiltak for å øke likviditeten i banksystemet. Norges Bank har gitt lån med lengre varighet enn vanlig og lempet på kravene til sikkerhet bankene må stille for å få lån. Stortinget har vedtatt en tiltakspakke som innebærer at bankene kan bytte sikre, men i dag lite likvide boligobligasjoner med svært likvide statspapirer.

Økte påslag i pengemarkedet bidro til høyere utlånsrenter både for husholdninger og bedrifter. Siden de fleste boliglån i Norge er lån med justerbar rente, har pengemarkedsrenten større betydning for norske husholdninger enn for husholdninger i de fleste andre europeiske land. Likviditetstiltakene ute og hjemme har ført til at påslagene har falt noe. Sammen med reduksjon i vår styringsrente har det bidratt til at bankene har satt ned sine innskudds- og utlånsrenter og trukket tilbake økninger som de har varslet. Renten har nå kommet tilbake på nivåer vi observerte før Lehman Brothers brøt sammen.

Oljeprisen har falt med over 80 dollar siden toppen i juli. Veksten i etterspørselen etter olje er redusert som følge av svakere økonomisk utvikling. Reduksjonen er trolig også et resultat av endrede tilpasninger hos foretak og husholdninger etter den kraftige oppgangen i prisen fram til i sommer. Sterkere dollar, økt usikkerhet og mindre vilje og evne blant finansielle investorer i fremtidsmarkedet for olje til å ta risiko har trolig også bidratt til fallet i oljeprisen.

Prisene på råvarer har falt markert siden i sommer. Reduserte metallpriser gjenspeiler utsikter til lavere vekst i verdensøkonomien. Det kan nesten se ut som det har vært en boble i olje- og råvaremarkedene som nå har sprukket.

Som følge av fallet i prisene på energi og råvarer har Norges bytteforhold mot utlandet blitt svekket.

Også i valutamarkedet har det vært store svingninger. Mens en del investorer tidligere har lånt i valutaer med lav rente for å plassere i valutaer med høy rente, er det nå økt interesse for å sette midlene i mer likvide valutaer eller egen valuta. Siden juni har valutaer med lav rente, som japanske yen og sveitsiske franc, styrket seg, mens høyrentevalutaer, som australske og new zealandske dollar, har falt i verdi. Amerikanske dollar har styrket seg fra lave nivåer.

Kronekursen har svekket seg siden slutten av juni. Det har dels sammenheng med uroen i finansmarkedene. Liten vilje til å ta risiko har bidratt til at aktørene har redusert sine plasseringer i mindre likvide valutaer som norske kroner. Nedgangen i prisene på olje og andre råvarer har trolig også bidratt. Vi venter at kronekursen etter hvert styrker seg når forholdene i finansmarkedene bedrer seg. Likevel kan fallet i bytteforholdet tilsa at kursen ikke når tilbake til tidligere høyder. En svakere krone kan bidra til å holde lønnsomheten i eksportbedriftene oppe. Industriens kostnadmessige konkurranseevne har bedret seg de siste kvartalene.

### **Virkninger på produksjon, sysselsetting og inflasjon**

Finansuroen svekker utsiktene for investeringer og konsum i store deler av verden. Tapene og strukturendringene i finanssektoren innebærer at mange og store finansinstitusjoner i lang tid fremover vil søke å øke sine rentemarginer, redusere utlånene og ta mindre risiko. Kredittvilkårene er strammet til, særlig i USA og Storbritannia, men også i euroområdet. Produksjonen har falt i USA, euroområdet og Storbritannia, og veksten kan bli negativ også de nærmeste kvartalene.

I fremvoksende økonomier har nedgangskonjunkturen også blitt tydeligere. I flere land bremses den økonomiske utviklingen både av lavere markedsvekst i andre land og redusert tilgang på kreditt.

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot at veksten i konsumprisene over tid skal være nær 2,5 prosent. I gjennomsnitt har inflasjonen over de siste årene vært noe lavere, men ganske nær 2,5 prosent. Lav og stabil inflasjon er det viktigste bidraget pengepolitikken kan gi til en god økonomisk utvikling. Det gir bedrifter og husholdninger et ankerfeste for forventningene om fremtidig prisvekst. Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksible, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting blir tillagt vekt når vi setter renten.

Norsk økonomi har vært preget av solid vekst siden begynnelsen av 1990-tallet, men med et mildt tilbakeslag i 2002 og 2003. De siste fire årene var fastlandsøkonomien i en sterk oppgangskonjunktur, med en gjennomsnittlig vekst på over 4 prosent i året. Veksten var særlig sterk i 2007. Også her hjemme avtar nå veksten markert. Husholdningenes konsum har stagnert, og boligprisene faller.

Samtidig som den økonomiske veksten har avtatt, har prisveksten tiltatt. I oktober var konsumprisindeksen (KPI) 5,5 prosent høyere enn samme måned året før. Strømprisene steg markert gjennom sommeren etter å ha vært uvanlig lave i fjor.

Den underliggende prisveksten har tatt seg opp. Prisveksten justert for avgifter og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var i oktober 3½ prosent. Lønningene har steget mye, og veksten i produktiviteten har avtatt markert. Den høye kostnadsveksten har ført til økt prisvekst på norskproduserte varer og tjenester. Prisveksten på importerte konsumvarer har også tiltatt og er nå positiv. Fram mot neste sommer venter vi at avmattingen i realøkonomien begynner å gi lavere prisvekst. Økt arbeidsledighet og svakere lønnsomhet i bedriftene vil trolig føre til lave tillegg i lønnsoppgjøret til våren. Vi får også en vesentlig lavere vekst i energiprisene fremover.

Bedriftene i Norges Bank regionale nettverk ga i august uttrykk for et stemningsskifte i norsk økonomi. En ekstra ringerunde i oktober ga inntrykk av at utsiktene er blitt forverret siden august.

De siste meldingene fra bedriftene i Region Øst er at den etterspørselen de møter har blitt redusert etter sommeren, med en tilspissing i september og oktober. Kundene merker at bankene strammer til og utsetter prosjekter. Omslaget har kommet raskt og det er nå stor usikkerhet hos våre kontakter i dette området om utviklingen det neste halve året. Flertallet av bedriftene rapporterer at de vil redusere sine investeringer. Mange trekker fram nedbemanning som et alternativ dersom ikke situasjonen endrer seg over nyttår. Bedriftene ser for seg lavere lønns- og prisvekst fremover.

Arbeidsledigheten har det siste året vært like lav som på midten av 1980-tallet. Sesongjustert var den registrerte ledigheten i oktober 1,8 prosent. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk venter noe nedgang i arbeidsstokken fremover. Bruk av permitteringer har økt litt. Fremover vil bedriftene trolig gradvis tilpasse arbeidsstyrken til lavere vekst i produksjonen, samt redusere bruken av overtid.

Etter en lang periode med høye boliginvesteringer og stigende priser avtar nå aktiviteten i boligmarkedet. Strammere lånevilkår bidrar til å forsterke fallet i boligprisene. Selv om utviklingen er forskjellig i ulike regioner, er trenden i boligprisene den samme - fra avtakende vekst ved årsskiftet 2007 til klart fall ved årsskiftet 2008.

Norges Banks utlånsundersøkelse for tredje kvartal viser at bankenes kredittpraksis overfor husholdningene blir strammet til. Bankene varslet at de ville stramme ytterligere til fremover. Tiltakende uro og mangel på likviditet i finansmarkedene den siste tiden har ført til at bankene har økt kravene til sikkerhet og låntakernes betalingssevne. Veksten i lån til husholdningene har avtatt de siste månedene.

Boligprisutviklingen påvirker igangsettingen av bygg. Færre bygg er satt i gang det siste året. Nedgangen er størst for igangsettingen av boligbygg. I oktober varslet bedriftene i Norges Banks regionale nettverk svært lav igangsetting av nye boligprosjekter den nærmeste tiden. Ordreserverne for næringsbygg og fritidsboliger er imidlertid fortsatt høy. Næringsbygg er i stor grad kredittfinansiert, og byggingen kan derfor bli påvirket av endringer i rente- og kredittbetingelser. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk rapporterer at det er satt i gang færre næringsbygg de siste månedene.

Husholdningenes sparing har tatt seg noe opp. Husholdningenes inntektsregnskap viste oppgang i spareraten utenom aksjeutbytte, men den er fortsatt svært lav og negativ. Husholdningenes lånebehov har også blitt noe redusert. (Husholdningenes nettofinansinvesteringer har tatt seg litt opp). Krisen i finansmarkedene har ført til økte innlånskostnader hos bankene og til at utlånsrentene har holdt seg høyere enn det utviklingen i styringsrenten skulle tilsi. Husholdningenes har nok behov for å bygge opp finansielle buffere og redusere gjeld. Det vil dempe veksten i det private forbruket fremover.

Veksten i varekonsumet stoppet opp i fjor høst. Særlig bilsalget har falt betydelig. Vårt regionale nettverk rapporterer også om fall i etterspørselen etter varer knyttet til skifte av bolig, som hvite- og brunevarer og oppussingsutstyr. Vi venter svært lav vekst i konsumet en periode fremover, men mot slutten av neste år kan den ta seg opp igjen.

Investeringene i Fastlands-Norge har steget kraftig de siste årene, men veksten er nå i ferd med å avta. Ifølge nasjonalregnskapet vokste bedriftenes investeringer fortsatt i første halvår, men det var en betydelig nedgang i boliginvesteringene. Færre igangsatte boliger, fallende ordreserver og vurderingene fra bedriftene i Norges Banks regionale nettverk tyder på at boliginvesteringene vil fortsette å falle markert neste år. Bruttoinvesteringer ventes å falle med 14 prosent på årsbasis i 2009. De vil være lave også i 2010 før de tar seg opp i 2011.

Selv om fallet i kronekursen demper utslagene, venter vi at svikten i konjunktorene ute vil gi lavere vekst i norsk eksport.

Høye oljeinvesteringer var en viktig drivkraft gjennom konjunkturoppgangen. Vi venter at oljeinvesteringene holder seg høye også i årene som kommer. En del investeringer kan bli utsatt hvis oljeprisen varig faller under 60–70 USD per fat. Dette gjelder særlig mindre investeringer og oppgraderinger av felt i produksjon. I tillegg kan leteaktiviteten bli mindre.

Store feltutbygginger påvirkes trolig lite av finanskrisen foreløpig, men små selskaper og mindre investeringsprosjekter kan bli rammet av redusert tilgang på kreditt.

Veksten i norsk økonomi avtok markert i første halvår i år. Virkningene av finanskrisen vil mest sannsynlig bli større enn det kunne se ut til for bare kort tid siden. Avmattingen i norske økonomi ser ut til å komme raskt og bli markert. Vi anslår at veksten i Fastlands-Norge i 2009 blir svært lav, men at den tar seg opp i 2010 og 2011. Oljeinvesteringene vil bidra til å holde aktiviteten oppe. Statsbudsjettet vil også gi sterk vekst i offentlig etterspørsel etter varer og tjenester.

I de pengepolitiske rapportene presenteres resultatene av avveiningene i pengepolitikken blant annet i form av en figur, som gir prognoser for renten, inflasjonen og kapasitetsutnyttningen i økonomien. Vi har illustrert usikkerheten i anslagene med sannsynlighetsvifter. Bredden på viftene er basert på forstyrrelser som har funnet sted historisk, og den uttrykker derfor et gjennomsnitt som dekker perioder med større og mindre usikkerhet. Det er nå uvanlig stor usikkerhet om den fremtidige utviklingen i inflasjonen og produksjonen og derfor om renteutviklingen. Det er vanskelig å ha noen klar formening om sannsynligheter for ulike utfall av den pågående finanskrisen. I slike beslutningssituasjoner kan det være riktig å iverksette tiltak som kan dempe usikkerheten og demme opp for et særlig ugunstig utfall for økonomien. Det tilsier nå en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig, både i rentesettingen og gjennom likviditetspolitiske tiltak. Når vi setter styringsrenten, må vi også ta hensyn til påslagene i pengemarkedsrentene, bankenes øvrige finansieringskostnader og bankenes innskudds- og utlånsrenter.

Vi har lagt vekt på å fremskynde nedgangen i styringsrenten, slik at bankenes renter til husholdninger og bedrifter etter hvert kan bli lavere. Både norske banker, husholdninger og enkelte virksomheter har lånt mye de senere årene. Det er viktig at den nedbelåningen som må finne sted fremover, ikke skjer for brått. En nedgang i rentene kan, sammen med likviditetstiltak, dempe virkningene av finanskrisen på produksjonen og inflasjonen.

På rentemøtet 29. oktober besluttet Norges Banks hovedstyre å sette ned styringsrenten med 0,50 prosentenheter til 4,75 prosent. Samtidig la styret opp til at styringsrenten kan ligge i intervallet 4 til 5 prosent til neste pengepolitisk rapport legges fram i mars 2009, med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Takk for at dere ville høre på!