

Pengepolitikken og den økonomiske situasjonen

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem. Universitetscenteret på Dragvoll, NTNU, Trondheim, 2. september 2003

Med forbehold om endringer under fremføringen.

Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet 13. august samt på tidligere foredrag.

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

Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for sine valg om sparing, investeringer, budsjetter og lønn. Inflasjonsmålet gir en ramme for hvordan pengepolitikken kan 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. 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.

Norges Bank setter renten slik at framtidig inflasjon skal være lik inflasjonsmålet på 2½ prosent. Rentenedsettelsene siden desember i fjor skyldes at utsiktene for inflasjonen endret seg. Det skjedde som følge av svakere konjunkturer i verdensøkonomien og kraftig nedgang i internasjonale renter. I tillegg har næringslivet i Norge tydelig merket virkningene av det høye norske kostnadsnivået. De svake utsiktene hjemme og ute har i neste omgang påvirket det norske arbeidsmarkedet og utsiktene for lønns- og prisutviklingen i årene framover.

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 normalt 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 ut 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 lønnsnivået i konkurranseutsatt næringsliv.

Forventningene til hvor lav renten vil være i USA er betydelig nedjustert siden sommeren 2002. I fjor sommer forventet markedsaktørene at styringsrenten i USA ville øke til om lag 5 prosent mot slutten av 2004. Nå forventes det at renten har nådd bunnen og blir liggende på 1 prosent ut 2003. Deretter ventes en gradvis oppgang til om lag 2,5 prosent i 2005.

Den siste tiden har det imidlertid kommet klarere tegn til at det ventede oppsvinget kommer. BNP økte med 3,1 prosent (sesongjustert, årlig rate) i andre kvartal. Det er økt optimisme blant aktørene i finansmarkedene; både aksjekursene og de langsiktige rentene har økt.

Selv om det er bedring, er det fortsatt forhold i amerikansk økonomi som bidrar til usikkerhet om oppsvinget vil vare. Kapasitetsutnyttningen i industrien er fortsatt lav. Husholdningenes sparerate er lav og gjelden høy. Det er store underskudd på driftsbalansen.

På rentemøtet i august valgte sentralbanken i USA å holde renten uendret på 1 prosent. Sentralbanken mente at det var utsikter til bærekraftig vekst de kommende kvartalene og konkluderte med at risikoen rundt dette bildet er balansert. På den andre siden gir de uttrykk for at det større sannsynlighet for at inflasjonen skal falle fra et allerede lavt nivå enn at den skal øke. Sentralbanken uttalte at rentene derfor kan forbli lave temmelig lenge.

I Asia er det tegn til oppgang. Kina leder an med en vekst på nesten 10 prosent. Også Thailand har høy vekst. Men bildet er ikke bare positivt. I Sør-Korea har veksten avtatt i år. Sør-Korea er et av de landene som særlig merker konkurransen fra Kina. I Japan, som har hatt lav vekst lenge, ser det ut til at veksten kan være i ferd med å ta seg opp, men det er fortsatt for tidlig å si om den er bærekraftig.

Renten i euroområdet er satt ned til 2 prosent. Framtidige renter tyder på forventninger om at rentene blir liggende på 2 prosent ut 2003 for deretter å stige svakt neste år.

BNP-veksten i viktige land i Europa er lav eller negativ. I Nederland har BNP falt tre kvartaler på rad, og i Tyskland har det vært nedgang de to siste kvartalene. Frankrike hadde vekst i BNP i første kvartal og fall i andre kvartal i år. For euroområdet samlet sett viser foreløpige tall at det var nullvekst i andre kvartal. Enkelte forventningsindikatorer for husholdningene og bedriftene har vist tegn til bedring den siste tiden, og EU-kommisjonens beregninger tyder på en svak økning i veksten i de nærmeste kvartalene. Det er likevel ikke klare tegn til en snarlig, rask oppgang.

Hos våre handelspartnere sett under ett har den økonomiske utviklingen det siste året vært langt svakere enn Norges Bank og andre, både analytikere og internasjonale organisasjoner hadde ventet. Vekstanslagene for 2003 har blitt kraftig nedjustert gjennom det siste året. Det må blant annet ses i lys av at verdensøkonomien ble utsatt for flere negative sjokk som krigen i Irak og SARS.

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 lav og kanskje fallende inflasjon. De lave kortsiktige rentene i USA, Europa og Japan er et uttrykk for dette. De langsiktige rentene har økt noe igjen den siste tiden. Det kan være et uttrykk for at aktørene i finansmarkedene er noe mer optimistiske nå og venter at stimulansen fra den økonomiske politikken vil virke.

Til tross for svak økonomisk utvikling internasjonalt har oljeprisen holdt seg høy. Lav produksjon i Irak har bidratt til å holde oljeprisen oppe. Streik og problemer med oljeproduksjonen i Venezuela og Nigeria har også bidratt. Disse forholdene kan føre til at oljeprisen holder seg oppe til veksten i internasjonal økonomi normaliseres. I så fall vil oljeindustrien ha kommet gjennom denne perioden siden 2000 med svak vekst i verdensøkonomien uten svikt i inntektene. Det har isolert sett bidratt til å dempe virkningene for Norge av den internasjonale lavkonjunkturen. Men det er fortsatt vesentlig usikkerhet, også om utsiktene for oljeprisen.

Den svake internasjonale utviklingen har særlig gitt negative virkninger inn i norsk økonomi gjennom styrkingen av kronkursen og fallet i aksjemarkedene i fjor samt lavere etterspørsel rettet mot norsk eksport.

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. Kronen har vært sterk. Den har gitt prisfall på de varene vi importerer. Det har bidratt til at inflasjonen er lav til tross for kraftig vekst i lønningene over flere år.

Våre analyser tyder på at den positive og økende rentedifferansen var den viktigste årsaken til kronestyrkingen fra mai 2000 og fram til utgangen av fjoråret. Sammen med rentedifferansen bidro fallet i aksjekursene og reduserte svingninger, eller volatilitet, i valutamarkedene til kronestyrkingen i fjor. Utviklingen i de internasjonale kapitalmarkedene bidro til å forsterke effekten av rentedifferansen. Økt oljepris kan også forklare en del av kronestyrkingen i fjor. Med høy usikkerhet og frykt for krig i Irak kan norske kroner, med relativt høy rente og oljerikdom, ha fremstått som et attraktivt alternativ. Investering i norske kroner kan ha blitt vurdert å være en god gardering mot en lavkonjunktur i verdensøkonomien som følge av krigsfrykt og høy oljepris. Siden desember i fjor er rentedifferansen mot utlandet redusert med om lag 3 prosentenheter. Siden årsskiftet har kronen målt ved den såkalte konkurransekursindeksen svekket seg med 11 prosent.

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 viser differansen mellom faktisk BNP og det nivået som følger av den trendmessige veksten - anslått til opp mot 2½ prosent i Norge. Det ble full kapasitetsutnyttelse, og produksjonsgapet, slik vi gjerne måler det, lukket seg rundt 1996. Fra da av økte kostnadene, og prisstigningen på varer og tjenester som blir produsert for det norske markedet tiltok. Oppgangskonjunkturen nådde toppen i 1997, med en vekst på nærmere 5 prosent. 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. Siden 2001 har ledigheten igjen økt. Kapasitetsutnyttelsen i fastlandsøkonomien, som har vært høy, har falt igjen og er

nå på nivå med årene 1995-1997, før kostnadsstigningen tiltok. Produksjonsgapet er igjen lukket. Lønnsveksten har samtidig kommet ned på et mer opprettholdbart nivå.

Men veksten i økonomien stoppet opp i vinter. Derfor har det også vært riktig å redusere renten markert.

Selv om kronen har falt i verdi i år er konkurranseevnen fortsatt temmelig svak. I perioden 1996 -2003 har konkurranseevnen til norske industribedrifter svekket seg med om lag 13 prosent. Hele denne svekkelsen skyldes at lønnskostnadene har økt mer i Norge enn hos handelspartnerne. Kronekursen, målt med konkurransekursindeksen, er om lag på samme nivå som i 1996. Sett i forhold til gjennomsnittet de siste 30 årene (1970-2003) har lønnsveksten bidratt til en svekkelse i konkurranseevnen på 15 prosent. I årene rundt årtusenskiftet bidro utviklingen i kronekursen til å skjule den 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. Resultatene i fjor ble påvirket av den særskilt sterke kronen i andre halvår. Nå er kronekursen målt ved konkurransekursindeksen tilbake til nivået på midten av 1990-tallet, mens næringslivet fortsatt tynges av det høye kostnadsnivået som har bygget seg opp fra 1998. Utviklingen i kronen har vist seg å være reversibel, men det tapet av konkurranseevne og arbeidsplasser som skyldes den særnorske lønnsveksten, er vanskeligere å hente inn.

De siste årene har lønnskostnadene utgjort en stadig større del av bedriftenes inntjening. I 2002 utgjorde lønnskostnadene over 90 prosent av de samlede faktorinntektene i industrien.

Økningen i lønnsandelene påvirker bedriftenes tilpasning. Etterspørselen etter arbeidskraft faller. Bedriftenes låneetterspørsel og investeringer er lave. Samtidig er markedet for næringsseiendom svakt. Det er mye ledige kontor- og forretningslokaler, og leieprisene er gått ned. Dette får betydning for utviklingen i investeringene fremover.

Lavere rente vil normalt føre til høyere inflasjon dels ved at kronekursen svekkes, og dels ved at etterspørselen i økonomien tiltar. Dermed vil bedriftene kunne øke sin inntjening. Aktiviteten i næringslivet kan mest effektivt stimuleres av lav rente og svak krone.

Lønnsoppgjørene de siste årene har ført til at husholdningene har styrket sin økonomiske stilling på bekostning av bedriftene og offentlige virksomheter. Boligprisene har tatt seg litt opp etter stagnasjon tidligere i år. Husholdningenes låneopptak har avtatt noe, men er fortsatt høyt. Med dette utgangspunktet må vi regne med at veksten i det private forbruket vil bli ganske høy framover. Varekonsumet vokser og peker mot en vekst i år i det private forbruket som anslått i Inflasjonsrapport 2/03.

BNP for Fastlands-Norge anslås til å vokse vesentlig mindre enn trendmessig vekst i år og ta seg opp til trend neste år¹. I 2005 anslås BNP å stige mer enn trendveksten. Investeringsaktiviteten i Fastlands-Norge er lav. Det er en økning i oljeinvesteringene, men mye av den økte etterspørselen dekkes av import. Offentlig konsum vokste kraftig i 2002, men det er små impulser fra offentlig sektor inneværende år. Det er først og fremst det private forbruket som gir vekst i andre halvår i år og inn i neste år. Vi regner med at investeringene i fastlandsbedriftene etter hvert tar seg opp fra et lavt nivå.

For å sette renten riktig, er det viktig å kunne danne seg et noenlunde dekkende bilde av den økonomiske situasjonen. Økonomisk statistikk er viktigst, men den kommer dels sent og noen av tallene revideres ofte.

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 Inflasjonsrapport 2/03 ble det gjennomført samtaler med 450 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. Samfunnsøkonomisk institutt NTNU har ansvaret for nettverket og gjennomfører kontaktmøter i Trøndelag.

Offentlig statistikk og løpende markedsinformasjon vil fortsatt være hovedgrunlaget for våre vurderinger, men tidsetterslep og revisjoner av 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.

Informasjonen fra det regionale nettverket underbygget det bildet som kom til uttrykk i vår siste inflasjonsrapport: Næringslivet reduserer sine kostnader samtidig som den økonomiske situasjonen i husholdningene er god. Vi venter på om resultatene fra den pågående runden vil fange opp økt optimisme blant bedriftene og i offentlige virksomheter eller om framtidsutsiktene fortsatt framstår som noe negative.

Inflasjonen i Norge er lav. Det er først og fremst utviklingen i de importerte konsumvarene som har trukket ned veksten i konsumprisene justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE). Den lave prisveksten henger sammen med at kronen styrket seg gjennom fjoråret og at prisveksten i utlandet er lav. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har også avtatt. Dette gjelder spesielt prisene på norskproduserte varer påvirket av verdensmarkedsprisene. Den innenlandske prisveksten har likevel holdt seg nær tre prosent, noe som har sammenheng med den høye lønnsveksten over flere år.

I juli var tolv månedersveksten i KPI-JAE på 0,7 prosent. Dette var lavere enn anslått i forrige inflasjonsrapport og vesentlig lavere enn inflasjonsmålet. Det er også utsikter til at prisveksten kan bli lav en tid framover. Analysen i vår siste inflasjonsrapport viste at en reduksjon i foliorenten ned mot 3 prosent sammen med en viss svekkelse av kronekursen kunne bringe prisstigningen opp mot inflasjonsmålet på to års sikt². Hvis vi bygger på mer moderate lønnsoppgjør framover vil det være grunnlag for enda sterkere lettelsler i pengepolitikken og svakere krone³. Uten vesentlige lettelsler i pengepolitikken ville inflasjonen kunne blitt for lav for lenge.

Den kortsiktige nominelle renten i Norge er nå svært lav historisk sett. Bare i de første ni-ti årene etter annen verdenskrig har renten vært lavere. Også realrenten er lav, men langt fra så lav som da inflasjonen herjet med norske sparere på 1970- og 80-tallet.

Det lave rentenivået må ses i lys av faren for vedvarende lav inflasjon både i Norge og i andre land. De indikatorene vi har for inflasjonsforventningene tyder så langt ikke på noe vesentlig avvik fra inflasjonsmålet på 2½ prosent. Men skulle inflasjonen bli liggende for lavt for lenge er det en fare for at det danner seg forventninger om fortsatt svært lav inflasjon. Det kan da være krevende å få opp aktiviteten i økonomien gjennom å stimulere etterspørselen. Det har derfor vært riktig å lette pengepolitikken markert. Inflasjonsmålet er symmetrisk. Det er like viktig å unngå for lav inflasjon som for høy inflasjon.

Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er nå verken unormalt høy eller lav. Men tilgjengelig statistikk tyder på at veksten stoppet opp i vinter. Et oppsving ute vil bidra til økt vekst også i Norge. Men veksten er lav i utgangspunktet, og det er stagnasjon i store deler av næringslivet. Når dessuten inflasjonen er lav er det riktig med en lav rente nå.

Men det er alltid avveininger å gjøre. Siden desember i fjor er pengepolitikken blitt lettet mer og raskere enn det som har vært vanlig. Etter en slik fase med vesentlige lettelser kan usikkerheten om den økonomiske utviklingen framover være noe større enn normalt. Med de lettelsene som nå er gjennomført må vi være særlig oppmerksomme på utviklingen i det private forbruket, i lønnsveksten og i kronekursen.

Hvis husholdningene legger til grunn at det lave rentenivået vil vare ved, kan det private forbruket øke mer enn vi har lagt til grunn. Veksten i boligprisene og i husholdningenes låneopptak kan igjen tilta. Men slakkere arbeidsmarked og mindre tilstrømming til de største byene vil dempe utslagene. Risikoen for sterkere utvikling i husholdningenes etterspørsel må veies mot den svake utviklingen i næringslivet. Selv om kronekursen har svekket seg fra det sterke nivået rundt årsskiftet, er bedriftenes konkurransevne fortsatt temmelig svak etter mange år med høy lønnsvekst. Det står mange næringslokaler ledige og leieprisene har falt.

En annen risiko er at lønnsveksten på ny kan skyte fart, slik den gjorde etter rentereduksjonene i 1999. Også faren for en slik utvikling dempes av at arbeidsmarkedet er mindre stramt. Arbeidsledigheten vil neste år trolig være på linje med nivået i 1996 og 1997. I disse årene ble årslønnsveksten i underkant av 4½ prosent.

De lave tilleggene i årets lønnsoppgjør tyder dessuten på at partene la mer vekt på virkningene av lønnstillegg på den framtidige utviklingen i renten, kronekursen og sysselsettingen. I tillegg er aktiviteten i offentlige og sterkt skjermede virksomheter trolig fortsatt preget av de dyre lønnsoppgjørene i fjor og tidligere år. Vi venter at de offentlige virksomhetene etter erfaringene i 2002 vil være mer aktpågivende i lønnsoppgjørene fremover.

Utviklingen i kronekursen er også en usikkerhetsfaktor. Sammenhengen mellom kronekursen og renteforskjellen overfor utlandet er ikke nødvendigvis stabil over tid. Temaene skifter i de internasjonale finansmarkedene. Men fallet i verdien av kronen i år bidrar til å stabilisere inflasjonen og aktiviteten i økonomien. Kan hende har vi ennå ikke sett

den fulle virkningen på kronekursen av de rentereduksjonene vi har bak oss. Samtidig kan kronen generelt bli påvirket av budsjettpolitikken og utsiktene for lønnsutviklingen.

Norges Banks hovedstyre setter renten med sikte på å nå inflasjonsmålet på 2½ prosent. Inflasjonsmålet er også en ramme for å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. I rentesettingen foretar hovedstyret i Norges Bank en løpende avveining. På den ene siden står hensynet til å stimulere veksten i norsk økonomi og få inflasjonen opp til målet. På den andre siden må vi vurdere faren for at det oppstår nye presstendenser i norsk økonomi når vi ser lenger fram. Siden desember i fjor har vi i denne avveiningen funnet det riktig å redusere renten til et lavt nivå. I siste rentemøte ble renten besluttet satt ned til 3 prosent. Med en rente på 3,0 prosent så hovedstyret det fortsatt som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere.

Takk for at dere ville høre på.

Fotnoter

¹Anslag fra Inflasjonsrapport 2/03 basert på forutsetning om terminrente og gradvis svakere kronekurs.

²Basert på forutsetning om terminrente og gradvis svakere kronekurs.

³Basert på en forutsetning om terminrente og gradvis svakere kronekurs sammen med en antagelse om at lettelsene i pengepolitikken ikke slår ut i høyere lønnvekst.