

# Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Innledning til høring i Stortingets finanskomité 22. mai 2008

*Det tas forbehold om endringer under framføringen. Innledningen bygger på Norges Banks «Årsmelding og rekneskap 2007», Pengepolitisk rapport 1/08 og hovedstyrets vurderinger fram til rentemøtet 23. april.*

Takk til komiteens leder, og takk for anledningen til å gjøre rede for utøvelsen av pengepolitikken i forbindelse med Stortingets behandling av regjeringens kredittmelding. Redegjørelsen bygger på bankens årsmelding, men er oppdatert med hovedstyrets vurderinger fram til forrige rentemøte og ny informasjon fram til i dag. Jeg ser også hen til årets rapport med vurderinger fra det såkalte Norges Bank Watch, som er en gruppe fagfolk utenfor banken som overvåker vår rentesetting.

Pengepolitikken i Norge er rettet inn mot å holde lav og stabil inflasjon. Målet er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Inflasjonsmålet er et anker for forventningene om fremtidig prisvekst i bedriftene og husholdningene, for arbeidsgivere og lønnstakere. Prisstigningen i Norge stabiliserte seg tidlig på 1990-tallet etter å ha falt fra et høyt nivå tiåret før. De årlige svingningene i prisstigningen er nå vesentlig mindre enn på 1970- og 1980-tallet. De siste ti årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært noe lavere enn, men ganske nær, målet på 2,5 prosent.

Prisveksten målt ved KPI svinger en del fra måned til måned, i første rekke som følge av store utslag i strømprisene, men også andre midlertidige forstyrrelser bidrar til svingningene.

Veksten i KPI-JAE viser prisveksten når en justerer for engangsvirkninger av avgiftsendringer og ser bort fra utviklingen i energipriser. Inflasjonen, slik målt, har økt siden sommeren 2006. En svakhet med denne indikatoren er at den ikke bare tar bort den midlertidige virkningen på strømprisene av for eksempel endringer i været; den ser også bort fra mer varige utviklingstrekk i energiprisene. Energiprisene har vokst mer enn andre priser over nokså lang tid. De siste 5-10 årene har det ført til at veksten KPI i gjennomsnitt har ligget nær ½ prosent høyere enn veksten i KPI-JAE.

Andre tilgjengelige mål på underliggende prisvekst tyder også på at inflasjonen har tatt seg opp. Mens tolv månedersveksten i KPI-JAE nå er 2,4 prosent, ligger andre mål på den underliggende prisstigningen over 3 prosent.

I det siste har prisstigningen vært noe sterkere enn våre prognoser fra i fjor. Gjennom fjoråret utviklet inflasjonen seg om lag som ventet. I 2006 ble prisutviklingen vesentlig lavere enn vi anslo ved starten av året. Det virker som en ekstra omdreining på konkurransen dempet veksten i prisene på varer og tjenester produsert i Norge. Nå som inflasjonen har tatt seg opp, er den nær også anslagene fra i forfjor.

Inflasjonen var særlig lav i årene etter årtusenskiftet da stadig billigere varer fra Asia strømmet inn i landet, og god vekst i produktiviteten i bedriftene her hjemme gav lav

prisvekst også på varer og tjenester produsert i Norge. Lav inflasjon ble møtt med lav rente. God vekst i produksjonen og i etterspørselen etter varer og tjenester ga etter hvert utsikter til høyere inflasjon. Siden sommeren 2005 er renten gradvis blitt satt opp igjen, slik at ikke inflasjonen skulle bli for høy. I løpet av 2007 kom styringsrenten nær det vi regner for et normalt nivå. Samlet ble styringsrenten hevet i sju steg fra 3,50 prosent til 5,25 prosent. Renten ble satt opp i god tid før inflasjonen kom nær 2,5 prosent.

Siden 2003 har veksten i norsk økonomi vært høy, og høyere enn ventet. Den skjøt fart både raskere og mer markert enn i konjunktorene på 1980- og 1990-tallet. Til å være så langt ut i oppgangen var veksten uvanlig høy i fjor. Den årlige veksten i BNP for Fastlands-Norge i de tre årene 2004 – 2006 var i gjennomsnitt på over 4 prosent. I 2007 var veksten i overkant av 6 prosent.

Prisstigningen holdt seg lenge lav til tross for høy vekst og økende kapasitetsutnyttning. Det er flere årsaker.

For det første: Det har strømmet arbeidstakere til Norge fra andre land. Åpningen av arbeidsmarkedet mot de nye EU-landene har gitt oss tilgang til en reserve av arbeidskraft. I en tidlig fase kom arbeidstakerne hit på korttidsoppdrag. De produserte i Norge, men hadde mye av sitt forbruk i hjemlandet. På den måten økte de nettokapasiteten til å produsere i vår økonomi. Senere har flere og flere arbeidstakere flyttet til Norge og bosatt seg her, gjerne med familie. Det øker fortsatt produksjonen, men at flere ønsker å bo og leve her i landet legger samtidig ekstra beslag på ressurser i Norge. Produksjonen per innbygger øker trolig ikke som følge av slik innvandring. Tilgang på arbeidskraft utenfra kan likevel avhjelpe kortsiktige flaskehalser i enkelte sektorer.

Befolkningen økte i fjor med om lag 55 000 personer etter at godt over 35 000 personer flyttet hit, regnet netto. Det er den høyeste veksten i befolkningen som er registrert her i landet. Så langt i år ser det ut til at veksten i befolkningen bare fortsetter.

For det andre: Virksomhetene i Norge har drevet mer og mer effektivt. Det har gitt lavere kostnader. Det har vært lønnsomt å sysselsette flere arbeidstakere, til tross for det høye lønnsnivået i Norge. Næringslivet har tatt i bruk ny teknologi og omstilt virksomhetene. De mange gjennomgripende reformene på 1980- og 1990-tallet – hamskiftet [\(1\)](#) i norsk økonomi – ga mer effektive markeder. Vi høster nå gevinstene av de tiltakene som da ble gjennomført.

For det tredje: Prisene på varer vi importerer har falt, mens prisene på varer vi eksporterer har økt. Det innebærer at Norges bytteforhold mot utlandet har bedret seg markert. Det har vært god avsetning for norsk eksport, og vi får flere importvarer igjen for de varene og tjenestene næringslivet selger. Fall i importprisene har ført til lav inflasjon og en solid økning i arbeidstakernes reallønn. Høye eksportpriser har gitt høy inntjening i bedriftene.

Den gode økonomiske veksten har etter hvert gitt høy sysselsetting og knapphet på arbeidskraft, realkapital og andre ressurser. Informasjon fra kontaktene i Norges Banks regionale nettverk tyder på at kapasitetsutnyttningen har holdt seg på et høyt nivå det siste året. Andre indikatorer viser at kapasitetsutnyttningen fortsatte å øke gjennom fjoråret. Når

Økt etterspørsel etter varer og tjenester møter knapphet på realressurser, kan det lett bli økt lønns- og prisvekst.

For å vurdere utsiktene for inflasjonen må vi derfor ha et syn på om det er ledige ressurser i økonomien. Vi prøver i noen grad å jevne ut svingninger i produksjonen og sysselsettingen. Også det forutsetter at vi har en oppfatning av om produksjonen og sysselsettingen er høy eller lav. Det såkalte produksjonsgapet gir uttrykk for vår vurdering av hvor høy kapasitetsutnyttningen er. Når vi anslår det, bruker vi flere metoder, et bredt informasjonstilfang, samt skjønn. Vi kan aldri si presist hvor mye ledige ressurser det er i økonomien. Vi illustrerer usikkerheten ved hjelp av et sannsynlighetsbånd [\(2\)](#).

Veksten i norsk økonomi er blitt høyere enn vi antok for ett år siden. Det skyldes stor tilgang på arbeidskraft fra andre land og høy vekst i produktiviteten, men også økt bruk av innenlandsk arbeidskraft og andre ressurser.

Kapasitetsutnyttningen må trolig avta for at inflasjonen nå ikke skal bli for høy.

Arbeidsledigheten har falt betydelig og er nå historisk lav. Hånd i hånd med økt sysselsetting har lønnstakernes andel av bedriftenes inntekter kommet ned. Utviklingen vi har bak oss, må ses på bakgrunn av de mange positive faktorene som har fått virke i næringslivet. Flere av disse faktorene kan nå være i ferd med å avta i styrke. Bytteforholdet mot utlandet vil neppe bare fortsette å stige. Veksten i produktiviteten synes å avta, og lønnsveksten stiger.

Arbeidstakernes andel av verdiskapingen øker derfor igjen, og det vil trolig dempe etterspørselen etter arbeidskraft fremover.

Flere andre forhold vil også kunne bidra til å redusere kapasitetsutnyttningen, selv om oljeinvesteringene holder seg høye og det er markert vekst i offentlige utgifter.

Det er tegn til at boligmarkedet kjølnes i hele landet. Veksten i boligprisene nådde en topp for om lag ett år siden. På landsbasis har boligprisene vært om lag uendret de siste tolv månedene. Det er likevel forskjeller mellom regionene. Boligprisene stiger mest i Rogaland, og fallet er størst i Hordaland og i innlandsfylkene.

Høyere renter, flere usolgte boliger og økte byggekostnader bidro til at veksten i boliginvesteringene gradvis avtok i løpet av fjoråret. Flere store boligprosjekter legges nå på is. Vi venter at også igangsettingen av næringsbygg etter hvert vil avta.

Kapasitetsutnyttningen her hjemme påvirkes av utviklingen i andre land.

Etter en lang periode med høy vekst i verdensøkonomien ser vi nå en avmatning i flere land. I USA ser veksten ut til å ha stoppet opp, og det er frykt for nedgang. Veksten avtar også i mange vesteuropeiske land, men er fortsatt høy i fremvoksende økonomier som Kina og India. Med stigende matvare- og energipriser tiltar inflasjonen i mange land.

Styringsrentene er blitt redusert i USA og Storbritannia for å møte utsiktene til lavere økonomisk vekst. I euroområdet er styringsrenten uendret, mens Sveriges Riksbank har satt opp renten.

Utviklingen i verdensøkonomien vil påvirke norsk økonomi.

Siden slutten av juni i fjor har penge- og kredittmarkedene internasjonalt vært preget av kraftige svingninger, dårlig likviditet og mindre vilje til å ta risiko.

Problemene startet i boliglånsmarkedet i USA, men spredte seg raskt til andre deler av finansmarkedene. Banker, fond og finanshus måtte ta lån fra obligasjonsmarkeder inn på egne balanser, de begynte å tvile på sine motparters økonomi, og de holdt på pengene. Det førte til at påslagene på renten bankene tar når de låner til hverandre, steg markert.

Da bankene ikke lenger ville gi hverandre lån, tilførte mange sentralbanker likviditet med lengre løpetid og lavere krav til sikkerhet enn vanlig. Også vi har i perioder gitt mer lån til våre banker. Det har dempet svingningene i renten bankene tar for å yte lån til hverandre.

Bankene her hjemme finansierer seg i stor grad i utlandet. Derfor har disse påslagene i pengemarkedene i USA og Europa smittet raskt over på norske renter, selv om de norske bankene er lønnsomme, har tillit og er lite utsatt for tap.

Banker og investorer, både i Norge og utlandet, tar nå større påslag og økt pris for å stille opp med kapital til oppkjøp, omstillinger og investering, og bedrifter med stor gjeld må betale høye risikopremier når de låner. Det er blitt vanskeligere å skaffe finansiering.

Husholdningenes kredittvekst har avtatt litt, men er fortsatt høy. Også veksten i kreditten til bedriftene holder seg godt oppe. Vår egen utlånsundersøkelse tyder på at bankene gradvis strammer inn sin kredittpraksis, men vi ser ennå ikke virkningene av avslagene i kredittallene.

Utviklingen ute kan også påvirke norsk økonomi ved redusert handel. Det kan bli verre å finne avsetning for våre eksportvarer når veksten i andre land avtar, og prisene på våre produkter kan falle.

Prisene på olje og andre råvarer har økt mye siden 2002. Økningen i råvareprisene er i hovedsak drevet av høy økonomisk vekst, særlig i Kina og andre fremvoksende økonomier. Det er fortsatt gode tider for shipping og for olje og gass, verkstedindustri, aluminium, ferrolegeringer og laks. Hvis vi får et varig tilbakeslag i veksten ute, vil det nok likevel etter hvert gi lavere eksport.

Renteforskjellen mot utlandet har økt. Det har, sammen med god vekst i norsk økonomi og en svært høy oljepris, bidratt til en sterkere krone. Det gir lavere priser målt i norske kroner på de varer og tjenester vi importerer. En sterkere krone kan også gi lavere aktivitet enn ellers i næringslivet og etter hvert slå ut i lavere vekst i lønningene.

Kursen på norske kroner svinger fra måned til måned, fra kvartal til kvartal og fra år til år. På lang sikt bestemmes utviklingen i kronekursen av endringer i bytteforholdet og varige forskjeller mellom Norge og utlandet i inflasjon og produktivitet. De siste årene har kronen styrket seg. Likevel har prisstigningen tiltatt, og den er nå nær 2,5 prosent. Vi har trengt en sterkere krone for å holde prisstigningen nede.

Den reelle kronekursen måler enten utviklingen i forholdet mellom prisnivået ute og hjemme eller forholdet mellom lønnsnivået ute og hjemme. Regnet i felles valuta er nå prisnivået her hjemme i forhold til prisnivået ute mellom 5 og 10 prosent høyere enn det har vært i gjennomsnitt i oljealderen. Lønnsnivået regnet i felles valuta er mellom 15 og 20 prosent høyere enn hva det har vært i gjennomsnitt siden 1970.

Aldri før har norsk arbeidskraft vært så dyr i forhold til utenlandsk arbeidskraft. Likevel har vi full sysselsetting. Så langt har altså vårt næringsliv kunnet leve med det høye kostnadsnivået.

Men, kan hende har vi ennå ikke sett den fulle virkningen.

Det er i første rekke gjennom statsbudsjettet – veksten i offentlige utgifter – myndighetene kan påvirke den reelle kursen på kronen og størrelsen på det konkurranseutsatte næringslivet.

I våre rapporter om pengepolitikken legger vi fram prognoser for den økonomiske utviklingen. Vi gir også anslag for utviklingen i vår styringsrente fremover.

Hovedstyret i banken har vedtatt at styringsrenten bør ligge i intervallet 5 – 6 prosent i perioden fram til neste pengepolitiske rapport legges fram i juni, med mindre norsk økonomi blir utsatt for uventet store forstyrrelser. I tråd med denne strategien ble styringsrenten satt opp i april med 0,25 prosentenheter til 5,50 prosent.

Når inflasjonen er nær 2,5 prosent, regnes det normale rentenivået over tid å ligge mellom 5 og 6 prosent. Styringsrenten ligger nå i dette leiet, etter å ha vært økt gradvis de siste tre årene. Renteøkningene demper veksten i den økonomiske aktiviteten. Samtidig fører økte påslag og usikkerhet i finansmarkedet til at bedriftenes og husholdningenes finansiering blir dyrere. I tillegg er kronen sterk. Samlet sett virker pengepolitikken nå trolig innstrammende. Det bidrar til at kapasitetsutnyttningen kan bli dempet fremover, slik at inflasjonen ikke blir for høy.

Anslagene er usikre. Ny informasjon kan avdekke om norsk økonomi følger en annen utvikling. Anslagene tar utgangspunkt i vår vurdering av den økonomiske situasjonen, utsiktene for andre land, hvordan økonomien virker og hva som skal til for å nå inflasjonsmålet. Vi må være forberedt på at utviklingen i inflasjon og produksjon kan bli en annen enn den vi holder for mest sannsynlig. Det kan også føre til at renten blir satt lavere eller høyere enn vi nå ser for oss.

#### **La meg oppsummere:**

Pengepolitikken gjenspeiler nå at inflasjonen er nær 2,5 prosent og at det er lite ledige ressurser. Det har vært riktig med en høy kapasitetsutnyttning også for å få inflasjonen opp. Kapasitetsutnyttningen må nå dempes for å unngå at inflasjonen blir for høy. Renten vil bli satt med sikte på at inflasjonen holder seg nær 2,5 prosent.

Takk for at jeg fikk innlede!

**Fotnoter**

1) Hentet fra Jon E. Dølvik, T. Fløtten, G. Hernes og J.M. Hippe (2007): "Hamskifte – Den norske modellen i endring", s.15, Gyldendal Norsk Forlag A/S.

2) Se Norges Bank Watch 2008 for et kritisk syn på mål for kapasitetsutnyttning.