

Renteutviklingen

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på LO Stats kartellkonferanse, 28. november 2007.

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 31. oktober og Pengepolitisk rapport 3/07.

Innledning

Kjære konferansedeltakere, la meg først få takke for invitasjonen til denne kartellkonferansen. Som tittelen antyder vil jeg snakke om renten og pengepolitikken.

Hva er pengepolitikkenes rolle?

De siste 100 årene har vi hatt fire perioder med virkelig høy inflasjon i Norge: Under de to verdenskrigene, under Koreakrigen, samt en 15 års periode fra første halvdel av 1970-årene til andre halvdel av 1980-årene. Den siste av disse periodene var ulik de tre foregående. I 1970- og 80-årene tiltok inflasjonen gradvis. Den ble ikke så høy som under verdenskrigene, men det tok lenger tid før inflasjonen kom ned.

I kjølvannet av den høye inflasjonen oppstod store økonomiske tap og finansiell ustabilitet. Inflasjonen kostet dyrt.

Historien viser at vi i lengden ikke får lavere arbeidsledighet eller sterkere økonomisk vekst i bytte mot økt inflasjon. Hvis vi ser på perioden fra 1970-tallet og fram til i dag har den økonomiske veksten vært høyere fra 1990-tallet da inflasjonen var lav enn hva den var på 1970- og 80-tallet da inflasjonen var høy.

Over tid har rentesettingen bare betydning for inflasjonen. Produksjonen bestemmes av reelle faktorer som tilgangen på arbeidskraft, kapital og teknologi, og av utviklingen i produktiviteten.

På kort og mellomlang sikt kan likevel pengepolitikken ha realøkonomiske virkninger. Faktisk produksjon vil normalt avvike fra den langsiktige trenden som bestemmes av utviklingen i reelle faktorer. Dersom produksjonen er høyere enn disse faktorene tilsier, vil pris- og kostnadsveksten tilta. Å stabilisere utviklingen i produksjonen vil si å søke å påvirke den faktiske produksjonen slik at økonomien vokser i en takt som er forenlig med stabil pris- og kostnadsvekst.

I tråd med dette er det operative målet for pengepolitikken lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. I gjennomføringen legger Norges Bank til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt.

Det ble i 2001 også trukket opp en plan for bruken av petroleumsinntekter over statsbudsjettet. Statens inntekter fra salg av olje og gass plasseres i Statens pensjonsfond – Utland (oljefondet). Planen er å bruke den forventede realavkastningen av dette fondet, det vil si 4 prosent av innestående på fondet i årlig gjennomsnitt over konjunkturforløpet.

Med denne omleggingen har de ulike elementene i den økonomiske politikken fått en klar arbeidsdeling:

- Pengepolitikken styrer inflasjonen på mellomlang og lang sikt og kan i tillegg bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et fast holdepunkt for sine valg om sparing, investeringer, budsjetter og lønn.
- Statsbudsjettet – veksten i offentlige utgifter – påvirker kronkursen og størrelsen på det konkurranseutsatte næringslivet på mellomlang sikt. Statens utgifter og inntekter må være i balanse på lang sikt.
- Lønnsdannelsen og økonomiske strukturer og insentiver legger grunnlag for hvor godt og effektivt vi utnytter arbeidskraften og øvrige realressurser.

Når pengepolitikken forankrer inflasjonsforventningene, har vi et godt utgangspunkt for at samspillet mellom pengepolitikken og andre deler av økonomien skal fungere.

Inflasjonsstyring gir en fast ramme for pengepolitikken og gir klare føringer på hvordan sentralbanken skal reagere i ulike situasjoner. Partene i arbeidslivet kan fastsette lønnsveksten med kjennskap til hvordan pengepolitikken vil reagere. Dette systemet fungerer bra enten lønningene avtales sentralt, lokalt, eller individuelt.

I den første tiden etter at inflasjonsmålet ble innført i 2001, så det ut til at partene i arbeidslivet ennå ikke hadde bygget inn det reaksjonsmønsteret som følger av det pengepolitiske mandatet. Vi er nå langt ut i en konjunkturfase med svært høy kapasitetsutnyttning og lav ledighet. I en slik situasjon kan det være en fare for at utviklingen i lønningene igjen akselererer. På den annen side kan det være at de erfaringene partene i arbeidslivet har vunnet med at store løft i lønnsveksten gir økt rente, kan virke til å dempe tilleggene. I lokale forhandlinger i bedriftene kan konkurransen, tilgang på arbeidskraft fra andre land og muligheten for å utkontraktere eller flytte aktivitet ut bidra til å dempe utslagene.

Inflasjonsmålet på 2,5 prosent gir et rammeverk for partene i arbeidslivet. Over tid vil nominell lønnsvekst utover 2,5 prosent bety økt reallønn og større kjøpekraft. En stigning i reallønningene utover veksten i produktiviteten kan gi økt inflasjon og høyere rente.

I virksomheter som finansieres av staten – ofte arbeidsintensive virksomheter – tilpasses budsjettene til det regjeringen venter i lønnsvekst. Det stemmer gjerne godt overens med forutsetninger om kostnadsstigningen i hele økonomien og med inflasjonsmålet. Dersom lønningene øker mer, må effektiviteten skjerpes for å unngå at tjenesteproduksjonen og klienter blir skadelidende.

Norges Banks viktigste virkemiddel er renten på bankenes innskudd i Norges Bank (foliorenten), også kalt styringsrenten. Styringsrenten påvirker rentene på lån bankene i mellom. Bankenes innskudds- og utlånsrenter og rentene på obligasjoner avhenger av

dagens styringsrente og forventningene om den fremtidige utviklingen i denne renten. Også utlånsrentene i statsbankene er knyttet til renten på lån bankene i mellom og rentene på obligasjoner.

Hensynet til å hindre at forventningene til inflasjonen skulle festne seg under vårt operative mål på 2,5 prosent, var en vesentlig årsak til at renten ble satt ned til et svært lavt nivå i 2003 og 2004, da prisveksten falt og nærmet seg null. Den lave renten har stimulert etterspørsel og produksjon og har etter hvert gitt utsikter til høyere inflasjon, som vi møter med å øke renten.

Arbeidsmarkedet er viktig for hvordan renten virker. Når renten går opp, dempes den samlede etterspørselen etter varer, tjenester og arbeidskraft, og det blir mindre press på lønninger og priser. Effektene forsterkes av at renten også påvirker kronekursen. Høyere rente bidrar isolert sett til sterkere krone og svekker lønnsomheten i konkurranseutsatt sektor. Det kan gi lavere sysselsetting og lønnsvekst i denne sektoren. Forventningene til prisutviklingen spiller også en rolle for lønnskravene og virker inn når bedriftene justerer prisene. Inflasjonsmålet kan gi et ankerfeste for disse forventningene.

Selv med stor etterspørsel etter arbeidskraft er det risiko for at avgangen fra arbeidsmarkedet til ulike trygdeordninger holder seg oppe. Sykefraværet er høyt, og en stigende andel av folk i yrkesaktiv alder er på attføring og uføretrygd. Mange velger å pensjonere seg med avtalefestet pensjon (AFP) når de fyller 62 år, og det antallet vil – på grunn av at aldersgruppen nå vokser kraftig i antall – trolig øke de nærmeste årene. I Norge mottar opp mot 600 000 personer i yrkesaktiv alder trygd og pensjoner. Dette tilsvarer 25 prosent av arbeidsstyrken. Det er norsk økonomis akilleshæl. Et særlig urovekkende trekk er at tilbøyeligheten til å bli ufør øker blant unge. [\(1\)](#)

Den store petroleumsformuen gjør at Norge økonomisk sett er i en særstilling sammenlignet med mange andre land. Men det er fortsatt arbeidskraften som er vår klart viktigste ressurs. Et arbeidsmarked som fungerer godt er derfor viktig for velferden. Selv om det er vanskelig å tallfeste bidraget fra arbeidskraften nøyaktig, vil en liten økning i "avkastningen" på arbeidskraften gi store gevinster.

Prisstigningen i Norge falt markert fra slutten av 1980-tallet fram mot midten av 1990-tallet og har senere vært lav og stabil og ganske nær 2,5 prosent, med vesentlig mindre svingninger enn tidligere. I gjennomsnitt for de siste 5 til 10 årene har inflasjonen vært rundt 2 prosent, noe lavere enn målet.

Den aktuelle økonomiske situasjonen

Norsk økonomi er i en høykonjunktur etter en markert oppgang siden sommeren 2003. Oppgangen avløste en periode med dempet vekst fra 1998 og et mildt tilbakeslag i 2002 og inn i 2003. Så langt i konjunkturoppgangen har fastlandsøkonomien i gjennomsnitt vokst med vel 4 prosent i året. I år ser veksten ut til å bli over 5 prosent.

Veksten er svært sterk til å være så langt ut i konjunkturen. Det kommer tydelig fram når vi sammenligner med oppgangskonjunkturerne på 1980- og 90-tallet.

Det har vært en sterk økning i utnyttningen av produksjonsressursene siden 2003. Kapasitetsutnyttningen er særlig høy innen bygg og anlegg. Ordrebøkene i næringen og i deler av industrien er fulle, og mange virksomheter sier de ikke kan påta seg nye oppdrag. Det er knapphet på mange innsatsvarer, ikke bare arbeidskraft. Gjennom vårt regionale nettverk får vi hyppige rapporter om rent fysiske produksjonsskranke. Det er mangel på rigger og utstyr i oljevirksomheten, og det er tidvis mangel på plank, betong, isolasjon og stillaser i bygg og anlegg. Den høye kapasitetsutnyttningen setter nå grenser for veksten.

Presset i byggenæringen gjenspeiles i byggekostnadene, særlig materialkostnadene, som har steget kraftig. Den som vil bygge en enebolig (i tre) får nå ti prosent mindre bolig for hver krone enn for bare ett år siden. Men kostnadene øker for alle typer bygg og anlegg. Også stat og kommuner får nå vesentlig færre kvadratmeter bygg og færre meter vei for hver million som bevilges over offentlige budsjetter.

Den sterke økonomiske veksten har så langt i liten grad slått ut i høyere vekst i prisene på varer og tjenester til konsumentene. Lavere strømpriser har medvirket til at den samlede veksten i konsumprisene målt ved KPI har falt i år. Prisveksten justert for energi og avgifter var lenge nokså stabil mellom 1 og 1½ prosent. Den underliggende prisveksten har gradvis tiltatt siden sensommeren i fjor. De siste tallene tyder på at den nå er om lag 1½ prosent.

Utviklingen de siste årene har gitt grunnlag for sterk vekst i sysselsettingen også når konjunkturoppgangen nå er i en moden fase. Arbeidsmarkedet er stramt. Vi må tilbake til andre halvdel av 1980-tallet for å finne like lav ledighet, og sysselsettingen stiger mer i år enn i manns minne. Det anslås at antall sysselsatte personer øker med 3,5 prosent i år. Det er i så fall den sterkeste veksten som er målt i etterkrigstiden. Antall ledige stillinger per arbeidsledig har ikke vært målt høyere. Det er mangel på kvalifisert arbeidskraft i mange yrker.

Samtidig som ledigheten nå er svært lav, er lønnstakernes andel av verdiskapingen i næringslivet blitt redusert. Dette er i strid med tidligere erfaringer. Historisk har ledigheten vært høy når lønnsandelen har vært lav.

Hvilke faktorer kan så forklare dagens situasjon med både lav ledighet og lav lønnsandel?

Utviklingen er trolig påvirket av flere positive forhold på produksjonssiden av økonomien.

For det første har høye eksportpriser og lave importpriser ført til at vi for en gitt mengde eksportvarer nå kan importere vesentlig mer enn tidligere. Bytteforholdet (overfor utlandet) er dermed vesentlig bedret.

For det andre har god tilgang på arbeidskraft fra andre land vært viktig for veksten i produksjonen. Særlig har tilgangen på arbeidskraft fra andre land økt kraftig etter at EU ble utvidet i 2004, og innvandring og veksten i folketallet setter stadig nye rekorder. Norske virksomheter har samtidig kunnet være mer dristige i å påta seg nye oppdrag og å investere, i visshet om at de kan hente arbeidskraft ikke bare fra Norden, men fra hele Europa. Norske bedrifter har også i større grad muligheter til å flytte produksjonen fra Norge til utlandet dersom lønnskostnadene blir for høye. Dette har gitt økt konkurranse på arbeidsmarkedet og har trolig virket dempende på lønnskravene.

For det tredje har veksten i produktiviteten vært uvanlig sterk. Det gjelder både bedrifter som konkurrerer i utlandet, og de som leverer varer og tjenester her i Norge. Når vi sammenlikner med andre land, er det særlig utviklingen i produktiviteten i bankene og andre tjenesteytende næringer som skiller seg ut. Det gir lavere produksjonskostnader. Næringslivet har vært preget av høy omstillingsevne og evne til å ta i bruk ny teknologi som er tilgjengelig i et internasjonalt marked. Det er trolig et resultat av moderniseringen av økonomiens virkemåte på 1980- og 1990-tallet som ga mer effektive markeder. I tillegg gjenspeilte veksten i arbeidskraftens produktivitet et markert fall i sykefraværet i 2004. De siste tallene tyder likevel på at veksten i produktiviteten nå avtar.

Vi har ikke god løpende statistikk for produktivitet i stat og kommuner, men trolig har også offentlige virksomheter blitt vesentlig mer effektive. Ny teknologi og nye organisasjonsformer har i alle fall åpnet for det.

Både arbeidstakere og virksomheter kommer godt ut. Lave importpriser har ført til lav vekst i konsumprisene og en solid økning i arbeidstakernes reallønn. Høye eksportpriser har bidratt til å holde veksten i bedriftenes reallønn nede. Sammen med en høy produktivitsvekst har dette gitt høy inntjening i foretakene og god vekst i sysselsettingen.

Det gjenstår å se om det er mulig å opprettholde kombinasjonen av lav ledighet og lav lønnsandel. En slik utvikling vil avhenge av om de positive trekkene på produksjonssiden varer ved. Det er nok symmetri her.

For det første: Skulle bytteforholdet falle, veksten i produktiviteten avta og utlendingene reise hjem, vil lønnsandelen øke, profitten falle og ledigheten tilta. For det andre: Dersom foretakene, i jakten på den best egnede arbeidskraften, vil strekke seg i å by opp lønningene, kan overskuddene falle og ledigheten tilta. Utviklingen fremover vil også avhenge av hvordan arbeidstakerne reagerer. Hvis lønnsandelen har falt bare fordi det er tregheter i lønnsdannelsen, kan både lønnsandelen og ledigheten øke.

Høy inntektsvekst og sterk økning i antall husholdninger har lagt grunnlag for økt og langvarig stigning i boligprisene. Nå kan det se ut til at boligmarkedet kjøles ned, etter en nær tredobling i prisene i reelle termer i løpet av de siste 14 årene. I enkelte regioner er boligprisene nå om lag uendret eller lavere enn for et år siden.

Veksten i boligprisene har gått hånd i hånd med en sterk økning i husholdningenes gjeld. Gjelden i norske husholdninger er nå om lag to ganger disponibel inntekt, og det er høyere enn noensinne. Samtidig faller sparingen. Det betyr at husholdningene lånefinansierer sine boliginvesteringer fullt ut og i tillegg tar opp lån for å finansiere løpende forbruk.

Økte renter og fallende boligpriser kan føre til at konsumveksten avtar og at sparingen etter hvert tiltar.

Vekstutsikter og innretningen av finans- og pengepolitikken

La meg til slutt si litt om vekstutsiktene.

Utviklingen i internasjonal økonomi er viktig for den økonomiske utviklingen her hjemme, og endringer i vekstutsiktene internasjonalt vil kunne påvirke våre prognoser.

Den økonomiske veksten i USA er dempet. Det amerikanske boligmarkedet er svekket, og sysselsettingen stiger mindre enn tidligere i år. Det er også utsikter til en viss avmatning i Vest-Europa. Den økonomiske veksten i de fremvoksende økonomiene er fortsatt sterk, særlig i Kina. Utviklingen i disse landene betyr stadig mer for verdensøkonomien og for vår økonomi. Kina, India og Russland har det siste året stått for om lag halvparten av den samlede økonomiske veksten i verden.

På tross av svakere utsikter for USA og Vest-Europa har oljeprisen steget siden forrige rapport, og prisene på andre råvarer holder seg høye blant annet som følge av fortsatt sterk vekst i etterspørselen fra Asia.

Usikkerheten om utviklingen i verdensøkonomien er blitt forsterket av uroen i finansmarkedene i høst. Uroen er utløst av problemene i deler av det amerikanske boligmarkedet. Mange har fått lån som de ikke makter å betjene når renten har steget. Det oppstår tap, særlig på lån i obligasjonsmarkedet og i ganske kompliserte låneprodukter eid av egne selskaper som har finansiert seg svært kortsiktig. Disse selskapene har tilknytning til de store internasjonale bankene, og bankene har måttet ta lån over på sine egne balanser. Det, sammen med økte tap, begrenser bankenes evne til å gi nye kreditter til boligmarkedet og andre sektorer og vil dermed virke dempende på den økonomiske veksten. For å unngå at rentene på lån bankene i mellom skulle øke for mye, har flere sentralbanker økt sine kortsiktige utlån til bankene.

Dessuten har sentralbanken i USA satt ned styringsrenten med 0,75 prosentenheter de siste månedene. Det ventes nå ytterligere nedgang i styringsrentene i USA, og også rentefall i Storbritannia. I euroområdet venter markedsaktørene mer stabil styringsrente fremover. Men utviklingen er ikke lik over alt. Sentralbankene i Sverige, Sveits, Canada, New Zealand og Kina har økt renten. I Sverige, som har et lavere rentenivå enn våre viktigste handelspartnere, ventes en fortsatt renteoppgang.

Forholdet mellom rentene ute og hjemme kan ha betydning for kronekursen. På kort sikt er det derimot mer varierende hva som påvirker kronekursen. Høy oljepris og styrking av kronen ser tidvis ut til å henge sammen, men vi har også sett perioder med kronestyrking og lavere oljepris. Kronen styrket seg da rentedifferansen mot utlandet var høy i 2002, men kronekursen falt tilbake ettersom rentenivået i Norge kom ned på handelspartnernes nivå. Tidligere har vi sett at markedsuro har gått sammen med en svakere krone. I høst har vi sett at kronen styrket seg i perioden med markedsuro, for så å svekke seg noe de siste to ukene. Dette avspeiler at temaene i valutamarkedet skifter. Men kronen ser ut til å bli vel 3 prosent sterkere i gjennomsnitt i annet halvår i år enn i første halvår, og om lag 1,5 prosent sterkere i år enn i fjor. Kursutviklingen virker dempende på prisstigningen.

Når vi har et inflasjonsmål følger det at vi vil være vare for virkningene på kronekursen av økte renter når prisstigningen er lav.

Den høye oljeprisen har ført til kraftig vekst i formuen i oljefondet, og det er utsikter til videre vekst fremover.

Regjeringen bruker statsbudsjettet til å påvirke den økonomiske utviklingen. Statens oljeinntekter fases i sin helhet over til Statens pensjonsfond (oljefondet) og plasseres i verdipapirer i utlandet. Men som ledd i budsjettvedtaket bestemmer Stortinget en årlig overføring fra fondet til å dekke det underskuddet statsbudsjettet viser når oljeinntektene og kapitalinntektene i fondet holdes utenom. Den årlige pengeoverføringen – den direkte bruken av oljeinntektene – er blitt kraftig redusert de senere årene, men ventes å øke noe neste år. Utviklingen gjenspeiler at statens vanlige avgifts- og skatteinntekter har økt markant som følge av den kraftige konjunkturoppgangen. Det reflekterer igjen at statsbudsjettet automatisk bidrar til å dempe konjunktursvingningene ved at det trekkes mer penger inn til staten i gode enn i dårlige tider.

Hadde vi ikke hatt en høykonjunktur, men mer normale økonomiske tider, ville det vært nødvendig med en vesentlig større overføring fra oljefondet til statskassen for å skape balanse i budsjettet. Denne aktivitetskorrigerede overføringen er beregnet til vel 71 milliarder kroner i år og knapt 77 milliarder neste år, og den har økt gradvis over tid. Det er denne beregnede størrelsen som regjeringen og Stortinget har trukket opp en plan for og som er kalt handlingsregelen for finanspolitikken. Den sier at staten i årlig gjennomsnitt over konjunkturforløpet skal anvende forventet avkastning – 4 prosent – av oljefondet. På grunn av det høye aktivitetsnivået har regjeringen valgt å foreslå å bruke noe mindre penger fra oljefondet neste år enn de fire prosentene av innestående ved inngangen til året.

Skatteopplegget for neste år virker temmelig nøytralt på aktiviteten i økonomien. De skatte- og avgiftssatsene som er foreslått vil gi om lag de samme inntektene til det offentlige som en videreføring av årets satser ville ha gitt. Statsbudsjettet vil samlet likevel virke til å stimulere aktiviteten. Det kommer til uttrykk i at veksten i verdien av utgiftene er ganske sterk og sterkere enn den veksten som normalt kan ventes i verdien av verdiskapingen i fastlandsøkonomien.

Fra inflasjonsrapporten i november 2005 offentliggjorde Norges Bank for første gang en egen prognose for renten. Prognosen oppfylder to hovedkriterier. For det første settes renten slik at inflasjonen stabiliseres nær målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover. Dernest skal rentebanen gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttningen. I avveiningen tas det hensyn til at eiendomspriser og kronekursen også kan påvirke utsiktene for produksjon, sysselsetting og inflasjon.

Selv om Norges Bank legger fram en prognose for renten, betyr ikke det at renten kommer til å følge akkurat dette forløpet. Lønnsoppgjørene kan bli annerledes enn vi så for oss og det kan skje endringer i verdensøkonomien, valutakurser, olje- og råvarepriser som påvirker økonomien og utsiktene for inflasjonen. Det kan gi et annet forløp for renten.

I pressemeldingen etter rentemøtet i Norges Banks hovedstyre 31. oktober ble det pekt på at den underliggende prisveksten har tiltatt, men er lavere enn inflasjonsmålet. Veksten i norsk økonomi er fortsatt sterk, og sterkere enn tidligere anslått. Kapasitetsutnyttningen er høy. Lønnsveksten tiltar, og det er utsikter til høyere prisstigning. Samtidig hadde kronen styrket seg betydelig. Det er utsikter til at en noe svakere utvikling i verdensøkonomien vil bidra til å dempe inflasjonen og veksten i produksjonen og sysselsettingen i Norge. Det ble

også vist til at analysene i Pengepolitisk rapport 3/07 tilsier at styringsrenten skal settes ytterligere opp, men noe mindre enn vi så for oss i juni.

Videre pekte hovedstyret på at 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. Den høye kapasitetsutnyttningen og økt kostnadsvekst kan på den ene siden medføre at inflasjonen tiltar raskere enn ventet. På den andre siden har risikoen for lavere vekst i verdensøkonomien økt. Hvis utviklingen i verdensøkonomien blir svakere eller hvis kronen blir sterkere enn vi legger til grunn, kan inflasjonen bli lavere enn vi nå anslår.

Hovedstyret la opp til at styringsrenten bør ligge i intervallet 4¼ - 5¼ prosent i perioden fram til neste rapport legges fram 13. mars 2008, med mindre norsk økonomi blir utsatt for uventet store forstyrrelser.

Takk for at dere ville høre på.

Fotnoter

1) Se Elisabeth Fevang og Knut Røed (2006): "Veien til uføretrygd i Norge", Rapport nr. 10 2006, Stiftelsen Frischsenteret for samfunnsøkonomisk forskning.