

Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Innledning til høring i Stortingets finanskomité 10. mai 2007.

Det tas forbehold om endringer under framføringen. Innledningen bygger på Norges Banks «Beretning og regnskap 2006», Pengepolitisk rapport 1/2007 og hovedstyrets vurderinger fram til rentemøtet 25. april.

Takk til komiteens leder og takk for anledningen til å redegjøre for og svare på spørsmål om pengepolitikken i forbindelse med Stortingets behandling av regjeringens kredittmelding. Redegjørelsen bygger på bankens årsberetning, men er oppdatert med hovedstyrets vurderinger fram til forrige rentemøte. Vi ser også hen til rapporten fra Norges Bank Watch.

Norsk økonomi er de siste årene blitt påvirket av en rekke positive forhold på produksjonssiden. Det har dempet prisveksten og samtidig økt vekstevnen i økonomien og gitt høyere produksjon. Da jeg var her i fjor, stilte jeg i utsikt at prisstigningen ville tilta. Økende kapasitetsutnyttning og strammere arbeidsmarked var ventet å gi større lønnsvekst. Det var utsikter til at renten skulle settes opp gradvis mot et mer normalt nivå.

Gjennom fjoråret og inn i dette året ble inflasjonen lavere, men produksjonen og sysselsettingen høyere, enn vi ventet. Norges Bank har økt renten 1 ½ prosentenheter de siste tolv månedene, delt på seks trinn. Jeg vil i denne innledningen gå nærmere inn på de vurderinger som er gjort.

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en vekst i konsumprisene som over tid er nær 2 ½ prosent. Målet om lav og stabil inflasjon gir økonomien et nominelt ankerfeste. I en liten, åpen og desentralisert markedsøkonomi som vår, og med vår særegne næringsstruktur, vil konjunktorene svinge en del. Når aktørene i det økonomiske livet har tillit til at inflasjonen er lav og stabil over tid, kan renten settes også med sikte på å dempe svingningene noe.

Prisstigningen i Norge falt markert fra andre halvdel av 1980-tallet. Som et tiårs gjennomsnitt er inflasjonen nå 2,1 prosent, altså noe lavere enn, men ganske nær målet på 2,5 prosent. De årlige svingningene i prisstigningen er vesentlig mindre enn på 1970- og 80-tallet.

Konsumprisene svinger en del fra måned til måned, mye som følge av store utslag i strømprisene. I gjennomføringen av pengepolitikken skal Norges Bank i utgangspunktet ikke ta hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser. Vi ser derfor på ulike mål for underliggende inflasjon. Figuren viser prisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer, KPI-JAE, samt to andre mål. Vi får da ikke en presis angivelse, men et intervall for underliggende inflasjon, bygget opp av de ulike indikatorene. En svakhet med KPI-JAE som mål er at størrelsen ikke har fanget opp at prisene på energivarer har steget mer enn prisene på andre varer og tjenester de siste årene. Den underliggende prisveksten har de siste to og et halvt årene vært nokså stabil, og vi har anslått den til å være mellom 1 og 1½ prosent. I det siste har indikatorene for underliggende inflasjon vært i øvre del av dette intervallet.

Da prisveksten avtok i 2002, var det økt import fra lavkostland samt sterk kronekurs som var årsaken. Prisene på importerte konsumvarer falt kraftig. Utover 2003 førte avmatning av veksten både i Norge og i andre land til at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester ble dempet. I tillegg var konkurransen høy i mange næringer. I 2005 så det ut til at prisveksten var på vei opp, men i fjor avtok den igjen. Det var i hovedsak lav prisvekst på norskproduserte varer og tjenester som lå bak nedgangen i 2006. Prisene på importerte konsumvarer falt betydelig mindre enn i de tre foregående årene.

Vi justerte ned våre anslag for prisveksten i lys av den faktiske utviklingen gjennom 2006. Nå i vår har den underliggende inflasjonen tatt seg noe opp og er mer på linje med det vi ventet for et år siden.

Samtidig som prisveksten har vært lav, har veksten i fastlandsøkonomien vært sterk og sterkere enn ventet. 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.

Veksten har vært sterkere, og har kommet tidligere, enn i oppgangskonjunktoren på midten av 1990-tallet. Da Norges Bank reduserte renten i 2003, tok etterspørselen og produksjonen seg raskt opp. Sterk produktivetsvekst støttet oppgangen, som kom til uttrykk i eksport, oljeinvesteringer og etter hvert offentlig etterspørsel. Så langt i konjunkturoppgangen har fastlandsøkonomien i gjennomsnitt vokst med vel 4 prosent i året. Oppgangen er nå i en moden fase.

Selv om produksjonen økte raskt, tok det lang tid før sysselsettingen begynte å stige. Økningen i sysselsettingen var lenge mindre enn i oppgangene på 1980- og 90-tallet. I tillegg til høy vekst i arbeidskraftproduktiviteten gjenspeilte det dels at sykefraværet falt markert i 2004. Forløpet for arbeidsledigheten ble også påvirket av stor arbeidsinnvandring fra Sentral-Europa etter EU-utvidelsen i 2004. Sysselsettingen begynte å øke først mot slutten av 2005, og etter det har veksten vært kraftig.

Vi har justert opp vår vurdering av og anslag for kapasitetsutnyttningen. Sterkere vekst enn ventet i både produksjon og sysselsetting ligger bak. Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen nå er om lag 2 prosent høyere enn det som er mulig å holde over tid.

Det har også tatt lang tid i denne oppgangen før inflasjonen har begynt å øke. I oppgangstidene på 1990-tallet steg prisstigningen på norskproduserte varer og tjenester med kapasitetsutnyttningen og med et tidsetterslep på om lag fire kvartaler. Tilsvarende falt prisstigningen da konjunktoren snudde tidlig i dette tiåret. I oppgangen vi nå er inne i har prisstigningen så langt holdt seg lav til tross for god vekst og økende kapasitetsutnyttning.

Hvordan har høy økonomisk vekst kunnet gå hånd i hånd med så lav inflasjon?

Det er trolig flere årsaker[1].

For det første: Norges bytteforhold til utlandet har bedret seg. Prisene på olje og gass, frakt, fisk, industrielle råvarer og verkstedsprodukter har steget markert. I tillegg har markedsvekst ute gitt gode avsetningsmuligheter for norske eksportvarer. Norske importører har samtidig

fått tilgang til nye markeder i Sentral-Europa og Asia som gir vesentlig billigere konsumvarer. Bytteforholdet er bedret med om lag 40 prosent siden 2002. Vi må tilbake til første verdenskrig for å se noe liknende. Da tjente skipsfarten og andre eksportnæringer en periode usedvanlig godt. Norges disponible inntekt økte reelt med 30 prosent fra 2003 til 2006.

For det andre: God tilgang på arbeidskraft har vært viktig for produksjonsveksten. Særlig har tilgangen på arbeidskraft fra andre land økt kraftig etter at EU ble utvidet i 2004. De to siste årene utgjør slik arbeidskraft over 30 prosent av veksten i arbeidsstyrken i vårt land. 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 fra hele Europa. I tillegg til økt flyt av arbeidskraft fra Polen, Litauen og andre sentraleuropeiske land, har vi lenge nytt godt av en strøm av svenske arbeidstakere. Mange er på midlertidig opphold og har det meste av sitt forbruk i hjemlandet. Norsk økonomi får da økt netto kapasitet.

For det tredje: Norsk næringsliv har vært flinke til å ta i bruk ny teknologi og å hente ut gevinstene. 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 tjenesteytende næringer som skiller seg ut. Eksempler finner vi i automatiserte prosesser og raskere betalinger i finansnæringen og bedre lager- og styringssystemer i handel og transport. Det gir lavere produksjonskostnader.

Den sterke veksten i arbeidskraftproduktiviteten skyldes ikke at realkapitalen bak hvert timeverk har økt noe særlig, men har sammenheng med at både arbeidskraft og kapital utnyttes langt mer effektivt enn før[2].

Økt konkurranse i produktmarkedene kan ha bidratt til den lave prisstigningen. Nye aktører har etablert seg i markeder som tidligere har vært nokså skjermet for konkurranse – i dagligvarehandelen, innen byggevarer, tele, bank og forsikring.

Med alminnelig tillit til at pengepolitikken holder inflasjonen i sjakk og at oljeinntektene bare gradvis tas i bruk, har lave importpriser, høye priser og gode avsetningsmuligheter på våre eksportvarer, rik tilgang på arbeidskraft utenfra og høy produktivitetsvekst gjort det mulig å kombinere høy vekst med lav prisstigning.

Det er mulig at noen av de drivkreftene som har økt vekstevnen i norsk økonomi og dempet prisveksten, nå kan miste styrke.

Prisene på importerte varer faller ikke like mye lenger. Vridningen av import mot lavkostland var mindre i 2006 enn i årene før. Prisoppgang på olje og andre råvarer gjennom flere år har ført til noe sterkere vekst i produsent- og eksportprisene hos våre tradisjonelle handelspartnere. Prisene på importerte konsumvarer steg i fjor, målt i utenlandsk valuta.

Arbeidsmarkedene i Sverige, Polen og de baltiske landene blir strammere. Det kan føre til at tilgangen på arbeidskraft ikke vil øke like kraftig fremover.

Når konjunkturoppgangen er i en moden fase, vil veksten i produktiviteten normalt vike noe tilbake.

I de fleste bransjer er kapasitetsutnyttningen nå svært høy. Nettverket av virksomheter i privat og offentlig sektor som Norges Bank har løpende kontakt med, melder om at det er lite ledig kapasitet i de fleste næringene og regionene og om knapt med arbeidskraft i snart alle yrker. Det er mangel på sjåførere, førskolelærere, arbeidsledere, ingeniører, tømrere, arkitekter, revisorer, regnskapsførere, IT-personell og spesialisert helsepersonell. I enkelte områder rapporteres det nå om flere ledige stillinger enn arbeidssøkere. Vi hører også om knapphet på andre innsatsfaktorer. Vi må tilbake til 1970-tallet for å finne så hyppige rapporter om rent fysiske produksjonsskanker, for eksempel i form av mangel på rigger og annet utstyr i oljevirksomheten eller tidvis mangel på plank, betong, isolasjon og stillaser i bygg- og anlegg. Det er også lange leveransetider på kapitalutstyr som industrimaskiner og hjullastere.

Når så mange virksomheter nå møter kapasitetsskanker, kan vi nok regne med at prisstigningen tar seg opp. Stadig flere av virksomhetene i vårt regionale nettverk forventer sterkere vekst i utsalgsprisene fremover. Det er likevel usikkert om inflasjonen raskt vil tilta, eller om den bare gradvis vil nærme seg målet på 2 ½ prosent.

Arbeidsledigheten har falt kraftig de siste kvartalene. Takten i utviklingen og nivået på arbeidsledigheten minner om to tidligere konjunkturtopper, den på midten av 1980-tallet og den som begynte på slutten av 1990-tallet og fortsatte inn i dette tiåret. Begge disse høykonjunktorene endte med at lønns- og kostnadsveksten steg kraftig.

Mens stor netto innflytting fra andre land gir økt tilgang på arbeidskraft, ser vi samtidig stor avgang fra arbeidsmarkedet til ulike trygdeordninger. Sykefraværet er høyt, og en stigende andel av folk i yrkesaktiv alder er på atfering og uføretrygd. Mange velger å gå av med pensjon på AFP når de fyller 62 år, og det antallet vil trolig øke de nærmeste årene. I Norge mottar opp mot 600 000 personer i yrkesaktiv alder trygd og pensjoner. Dette utgjør 25 prosent av arbeidsstyrken.

Det kan se ut til at sparingen i norske husholdninger har falt markert i det siste. Sparingen var negativ i andre halvår i fjor og trolig i første kvartal i år, for første gang siden midten av 80-tallet. Husholdningene finansierer da boliginvesteringene fullt ut ved lån. De gode tidene og de statlige overskuddene kan ha skapt en trygghet som påvirker husholdningenes sparing. Den lave sparingen gir likevel uttrykk for at husholdningene tar større sjanser.

Gjelden i norske husholdninger er nå snart to ganger disponibel inntekt – og gjeldsgraden er høyere enn noensinne. Økningen i husholdningenes gjeld har gått hånd i hånd med sterk vekst i boligprisene.

Prisene på næringseiendom har også steget det siste året. Det er nå sterk vekst i kreditt til foretakene, som samtidig raskt bygger opp sine likvide beholdninger.

I avveiningen i pengepolitikken tas det hensyn til at formuespriser som eiendomspriser og aksjekurser, men også kronekursen kan påvirke utsiktene for produksjon, sysselsetting og inflasjon.

Kronekursen svekket seg i siste halvdel av 2006, men har styrket seg noe i 2007.

Når vi har et inflasjonsmål, følger det at vi vil være vare for virkningene på kronekursen av økte renter når prisstigningen er lav. Renteutviklingen i andre land har derfor betydning for våre renter.

Tidlig i dette tiåret var prisstigningen og den økonomiske veksten lav i mange land. Rentene ble satt ned. Rentefallet sammen med sterk vekst i fremvoksende økonomier, særlig i Asia, fikk konjunktorene til å snu. Veksten i verdensøkonomien er nå den sterkeste på flere tiår. Rentene ute har økt og er i ferd med å normaliseres. Det ventes flere renteøkninger i Euroområdet, Sverige og Storbritannia, mens rentene kan komme til å falle i USA det nærmeste året.

Renten i Norge ble satt ned i 2003 og i 2004 til et svært lavt nivå da prisveksten avtok og nærmet seg null. Det er en egendynamikk i rentesettingen. Den lave renten har stimulert etterspørsel og produksjon, og ga etter hvert utsikter til høyere inflasjon, som vi møter med å øke renten.

Utviklingen i renten må ses i lys av både den faktiske prisutviklingen og utsiktene for inflasjon, produksjon og sysselsetting framover.

Det tar normalt noe tid før renten slår ut i prisene via endringer i forventninger, valutakurs eller kapasitetsutnyttning. Derfor vil rentesettingen måtte bygge på hva vi venter om utviklingen framover. Det var den sterke økningen i kapasitetsutnyttningen og utsiktene det ga for inflasjonen, som førte til at renten ble hevet. Renten har altså blitt økt i god tid før inflasjonen begynte å stige.

Veksten i kapasitetsutnyttningen har vært noe sterkere enn vi ventet for et år siden. Renten er derfor økt noe raskere enn Norges Bank da stilte i utsikt som den mest sannsynlige utviklingen.

For å bidra til en større åpenhet om vår linje har vi i det siste 1½ året lagt fram egne prognoser for utviklingen i renten.

Etter hovedstyrets siste vurderinger taler utsiktene for at det vil være riktig å sette renten gradvis opp til om lag 5 prosent i løpet av året og ytterligere noe opp fram mot sommeren 2008. I møtet 25. april besluttet Norges Banks hovedstyre å holde styringsrenten uendret på 4,00 prosent. Hovedstyret vurderte som et alternativ å øke renten ved dette møtet.

Prognosene er selvsagt svært usikre. Anslagene tar utgangspunkt i vår vurdering av den økonomiske situasjonen i dag, utsiktene for utviklingen i andre land, hvordan økonomien virker og hva som skal til for å nå inflasjonsmålet. Figuren viser at 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 lavere eller høyere enn det som akkurat nå er vår forventning.

La meg oppsummere:

Fall i prisene på de varene og tjenestene vi importerer, og vekst i prisene på eksport, har gitt norsk økonomi en kraftig inntektsøkning. Fastlandsøkonomien har vokst markert de siste

årene. Samtidig har inflasjonen holdt seg lav. Her har økt effektivitet og god tilgang på arbeidskraft bidratt. Det er etter hvert blitt få ledige ressurser.

I stigende grad gjenspeiler pengepolitikken at mange norske virksomheter møter kapasitetsskranker og at inflasjonen vil tilta. Økningen i renten vil også fremover skje gradvis, slik at vi kan vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

Takk for at jeg fikk innlede!

Fotnoter

[1] Se også fremstillingen i Norges Bank Watch 2007

[2] Analysen bygger på tall fra nasjonalregnskapet. Tallene for de siste årene er foreløpige. Det er også stor usikkerhet knyttet til størrelsen på realkapital slik den beregnes i nasjonalregnskapet. Flere internasjonale studier tar opp dette temaet. Se blant annet OECD Economic Studies, No. 37, 2003/2 "Capital stocks, capital services and multi-factor productivity measures".