

Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Innledning til høring i Stortingets finanskomite 22. mai 2006

Det tas forbehold om endringer under framføringen. Innledningen bygger på Norges Banks «Beretning og regnskap 2005», Inflasjonsrapport 1/2006 og hovedstyrets vurderinger fram til rentemøtet 26. 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.

Den økonomiske politikken i Norge står overfor særlige utfordringer. Lave priser på de varene og tjenestene vi importerer, sammen med høye priser på våre eksportvarer, har ført til en klar bedring i bytteforholdet i Norges handel med utlandet. Norsk økonomi har fått et kraftig positivt inntektssjokk. Vi må faktisk tilbake til første verdenskrig for å finne en like sterk økning i bytteforholdet. Nasjonens disponible inntekt vil reelt øke med mellom 25 og 30 prosent fra 2003 til 2006.

Inntektsøkningen har så langt ikke ført til vesentlig pris- eller lønnsinflasjon. Virksomhetene bruker ressursene stadig mer effektivt, og det har vært god tilgang på arbeidskraft.

Med slike sterke ytre påvirkninger er det likevel krevende å jevne ut utviklingen i norsk økonomi. Vår stabiliseringspolitikk har fire pilarer som ble etablert på 1990-tallet og i 2001. Bakgrunnen var de store opp- og nedturene i den økonomiske utviklingen de første tjue årene av den norske oljealderen. Oljefondsmekanismen medfører at økte statlige inntekter fra petroleum plasseres i utlandet. Det demper virkningen på etterspørselen og produksjonen - samt på inflasjonen og kronekursen - når oljeprisene svinger. Det virker også stabiliserende at vi har en valutakurs som flyter, og som normalt styrker seg i gode tider og svekker seg i dårlige. Handlingsregelen for jevn innfasing av oljeinntekter og inflasjonsmålet forankrer samtidig forventningene om utviklingen i kronekurs og prisstigning. Utslagene i disse størrelsene blir dermed mindre når oljeprisen varierer og bytteforholdet endrer seg. Handlingsregelen er samtidig med på å dempe takten i nedbyggingen av det konkurranseutsatte næringslivet.

Disse retningslinjene er i utgangspunktet like godt egnet til å takle gode som dårlige tider. Vi kommer til å få en ny prøve når utviklingen i bytteforholdet snur og gevinsten helt eller delvis går tapt.

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot lav og stabil inflasjon. Det er det viktigste bidraget pengepolitikken kan gi til en god økonomisk utvikling på lang sikt. Lav og stabil inflasjon gir bedrifter og husholdninger et ankerfeste for forventningene om framtidig inflasjon.

I gjennomføringen av pengepolitikken legger Norges Bank til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt når renten settes. Den fleksible inflasjonsstyringen bygger bro mellom

pengepolitikkenes langsiktige oppgave, som er å forankre forventningene om lav og stabil inflasjon, og det mer kortsiktige hensynet til å stabilisere den økonomiske utviklingen.

Åpenhet om Norges Banks avveininger i pengepolitikken gir aktørene bedre grunnlag for å vurdere hvordan økonomiske nyheter påvirker renten. De siste årene er vi blitt lettere å lese. Det gjør pengepolitikken mer effektiv. Underlagsmaterialet til hovedstyrets rentemøter blir offentliggjort, og det redegjøres for de avveininger som ligger til grunn for rentebeslutningene. Fra i fjor høst offentliggjør vi egne anslag på utviklingen i renten framover. Fra å bruke tekniske forutsetninger eller andres vurderinger, har vi tatt eierskap over renteutviklingen i prognosene. Selv om mye usikkerhet vil gjenstå, blir det lettere for aktørene i det økonomiske livet å vurdere renteutviklingen.

Svak vekst i verdensøkonomien tidlig i dette tiåret førte til lave renter i mange land. De ble holdt nede lenge, men er nå på vei opp. Verdensøkonomien er igjen i sterk vekst. De siste tre årene har produksjonen i verden økt med om lag 14 prosent, som er den sterkeste oppgangen siden begynnelsen av 1970-tallet.

I Storbritannia og USA er rentene allerede kommet opp på et mer normalt nivå. I Sverige og i euroområdet har sentralbankene begynt å øke rentene. Det neste året ventes renteøkninger i euroområdet, Storbritannia, Sverige, Sveits, USA, Canada, Japan og Australia.

Også i Norge har vi bak oss en ganske lang periode med først fallende og deretter stabilt lave renter. Prisene steg lite, og det var ledig kapasitet i økonomien. Realrentene har vært svært lave, og vesentlig lavere enn et nøytralt nivå. Som jeg stilte i utsikt her i fjor, har vi begynt å øke renten. Hittil er styringsrenten hevet med 0,75 prosentenheter.

Den samlede prisstigningen på konsumvarer har økt noe, men er fortsatt svært lav, nesten tre år etter at konjunktorene snudde. Konsumprisene justert for endringer i avgifter og energipriser har økt med 1 prosent de siste tolv månedene¹. Prisene på konsumvarer som importeres til Norge, har falt i nesten alle årene siden midten av 1990-tallet. Det skyldes friere handel og at import er vridd mot lavkostland. Prisstigningen på norskproduserte varer og tjenester avtok noe mot slutten av 2005 og inn i 2006. Fra april i fjor til april i år var prisveksten for denne gruppen 1,6 prosent¹.

Flere faktorer peker nå i retning av at prisstigningen vil tilta. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi øker. Det kan føre til høyere marginer. Tilstramningen i arbeidsmarkedet vil dessuten kunne føre til høyere lønnsvekst. Økningen i energi- og råvarepriser gir i tillegg høyere kostnader på innsatsvarer for produsentene.

Den gode veksten i verdensøkonomien har bidratt til svært høye priser på olje, gass og andre råvarer. Siden i fjor høst er prisene på kobber blitt mer enn doblet, og aluminiumsprisene har steget med nesten 50 prosent. Også prisene på framtidig levering av råvarer har økt markert. I tillegg har prisen på andre norske eksportvarer, som fersk laks, steget kraftig.

Fallende priser på de konsumvarene vi importerer, sammen med økende priser på de varene vi eksporterer, har som nevnt innledningsvis gitt en kraftig bedring av bytteforholdet i Norges handel av varer med utlandet. Sammenliknet med få år tilbake får vi dobbelt betalt for vår eksport, målt ved prisene på importvarer. Prisutviklingen for olje og gass slår særlig

kraftig ut, men også fastlandsøkonomien har hatt en bedring i bytteforholdet. Vi skiller oss ut fra våre nordiske naboland. Salg av svenske og finske høyteknologiprodukter øker sterkt i volum, men prisene faller. Dansk næringsliv står på flere bein og har samlet en jevn utvikling.

Delvis på grunn av bedringen i bytteforholdet har den nominelle kronekursen holdt seg sterk. Vi har nå svært høye lønnskostnader i Norge sammenliknet med andre land, regnet i felles valuta. Utviklingen skiller seg vesentlig fra den på midten av 1990-tallet. Vi hadde da en sterk industrikonjunktur, blant annet på grunn av god konkurransevne. Nå går det godt i industrien til tross for sterk krone og høyt kostnadsnivå. Årsaken er de uvanlig gode markedene for norske varer. Den sterke kronen har samtidig dempet virkningene av løftet i inntektene. Utslagene i kronekursen kan likevel tidvis bli for store, jamfør blant annet den lave inflasjonen i Norge.

De lave rentene, økte petroleumsinvesteringer, sterk vekst ute og bedringen i bytteforholdet overfor utlandet har bidratt til god vekst i norsk økonomi. Kapasitetsutnyttelsen er nå trolig høyere enn det normale nivået, og oppgangskonjunktoren fortsetter. Bedriftene tar opp stadig mer lån for å finansiere investeringer. Så langt har høykonjunktoren vært preget av sterk vekst i produksjonen, med god tilgang på arbeidskraft og en uvanlig lav prisvekst.

Sysselsettingen målt i personer økte lenge mindre enn i tidligere oppgangsperioder. Sterkt fall i sykefraværet fra sommeren 2004 var en av årsakene. I 2005 økte antall utførte timeverk forholdsvis raskt, og veksten i produktiviteten tiltok. Det kan ha begrenset etterspørselen etter ny arbeidskraft. Nå har utviklingen snudd. Veksten i personsysselsettingen er sterk. Vårt regionale nettverk rapporterer om knapphet på arbeidskraft i mange sektorer.

Inntektsoppgjørene så langt kan tyde på at lønnsveksten som ventet blir noe sterkere i år enn i 2005. Historisk har det vist seg vanskelig, både i lokale og sentrale forhandlinger, å holde veksten i kostnadene nede når det er få ledige. Det er derfor risiko for at lønnsveksten senere kan tilta enda mer. Trusselen om utflytting av arbeidsplasser, økt arbeidsinnvandring og større import av tjenester vil likevel trolig være med på å dempe lønnsveksten. I årene fra 1998-2002 erfarte virksomheter og arbeidstakere at sterk lønnsvekst ga høy rente og store utslag i kronekursen. Den innsikten preger kanskje fortsatt lønnsforhandlingene.

Fasen med svært god tilgang på arbeidskraft kan være i ferd med å ebbe ut. Utviklingen i sykefraværet har snudd, og det øker nå. Som tidligere blir stadig flere uføretrygdet.

Tilgangen av arbeidskraft fra andre land er viktig for flere næringer, men veier samlet sett ikke lenger opp for økt flyt inn i trygd. Det er konkurranse om den best kvalifiserte arbeidskraften fra de nye EU-landene. Særlig har mange reist til Storbritannia og Irland, og det er nok satt større hindre for arbeidsinnvandring til Norge enn dit. Aktiviteten tar seg opp i de sentraleuropeiske landene, og det svenske arbeidsmarkedet strammes til. Det er derfor usikkert hvor stor tilgangen på arbeidskraft fra disse landene vil bli framover.

Husholdningenes gjeld har økt kraftig siden midten av 1990-tallet. Samtidig har boligprisene økt markert. Utviklingen gjennom 1990-tallet kan vi trolig delvis se på som en forsinket tilpasning til dereguleringen av bolig- og kredittmarkedene på 1980-tallet etter at mange husholdninger brente seg like etter oppmykningen. De siste årene har det vært god vekst i

husholdningenes inntekter, og de har svært stor framtidstro. Sammen med forventninger om lave realrenter over tid kan det ha gitt boligprisene et ekstra løft.

Lange perioder med sterk vekst i formuespriser og gjeld kan være en kime til senere ustabilitet i produksjon og sysselsetting.

Lave realrenter over tid ligger trolig også bak den sterke veksten i boligpriser og gjeld i andre land. Norske husholdninger har høy gjeld, men de danske og nederlandske har enda høyere. Det har nok sammenheng med den lange historien med godt utviklet boligfinansiering i disse landene.

Inflasjonen stabiliserte seg tidlig på 1990-tallet etter å ha kommet ned fra et høyt nivå i tiåret før. Gjennom 1990-tallet holdt prisstigningen seg stort sett i området 1½ - 3½ prosent. Variasjonen har økt litt de siste årene. I en periode med økt flyt av arbeidskraft over landegrensene, store teknologiske framskritt, endringer i konkurranseforhold og store endringer i handelsmønsteret vil det med vår svært åpne økonomi trolig være noe større svingninger i inflasjonen, slik som i de siste to-tre årene.

Pengepolitikkenes operative mål er lav og stabil vekst i konsumprisene. Over tid vil konsumprisindeksen gi et holdepunkt for å vurdere pengepolitikken. Fra måned til måned vil konsumprisene påvirkes av tilfeldige forhold som pengepolitikken ikke rår over. Etter sitt mandat skal pengepolitikken derfor i utgangspunktet ikke ta hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser. Energipriser har tradisjonelt svingt mye. Derfor kan en prisindeks som korrigerer for svingninger i slike priser og for avgifter, være et mål på den underliggende inflasjonen i økonomien.

En slik prisindeks tar likevel ikke hensyn til at energipriser trendmessig har steget mer enn andre priser og er derfor ikke et fullgodt mål for den underliggende inflasjonen. De siste 10-20 årene har energiprisene og avgifter bidratt til et ekstra løft i konsumprisene på 0,35 prosentenheter i gjennomsnitt per år. Selv når vi tar hensyn til trendmessige økninger i energipriser, er inflasjonen likevel moderat.

Erfaringene kan tyde på at forventningene om framtidig inflasjon holder seg stabile selv om prisstigningen svinger en del, så lenge renten brukes aktivt for å dempe utslagene.

Norges Bank søker å sette en rente som gir en rimelig avveining mellom hensynet til å stabilisere inflasjonen på målet og stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Vi ser for oss en gradvis økning i rentene i årene framover, opp mot et mer normalt nivå. Det er ventet at renten vil bli økt også i andre land. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er nå ganske høy og vil bidra til at inflasjonen tar seg opp mot målet i løpet av de neste 2-3 årene. I redegjørelsen etter hovedstyrets rentemøte 26. april heter det at det er utsikter til en ny renteøkning i løpet av andre kvartal i år - på rentemøtet i mai eller juni - og en videre renteøkning etter dette. I tillegg til anslagene vil vi framheve usikkerheten om utviklingen framover. Prognoser for renten og andre økonomiske størrelser er basert på ufullstendig informasjon om den aktuelle økonomiske situasjonen og om hvordan økonomien virker.

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 også vokst markert de siste årene. Samtidig har inflasjonen holdt seg lav. Her har økt effektivitet og god tilgang på arbeidskraft bidratt. Nå snur dette. Det er etter hvert blitt få ledige ressurser.

I stigende grad vil den økonomiske politikken måtte gjenspeile at mange norske virksomheter møter kapasitetsskranker. Det er utsikter til at renten settes opp gradvis - i små og ikke hyppige skritt - mot et mer normalt nivå.

Takk for at jeg fikk innlede!

Fotnoter

¹Korrigert for lavere maksimalpris i barnehagene