

Pengepolitikken og konjunkturbildet

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Berge, Kapp, 23. november 2005

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 2. november, Inflasjonsrapport 3/05 og på tidligere foredrag.

Den økonomiske situasjonen

Konjunkturoppgangen i norsk økonomi fortsetter. Den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien har økt. Etter en tid med svært lav konsumprisvekst er det utsikter til at inflasjonen igjen stiger raskere. Rentesettingen har siden i vår vært innrettet mot at renten gradvis - i små og ikke hyppige skritt - skal settes opp mot et mer normalt nivå. Basert på analysene i Inflasjonsrapport 3/05 synes denne strategien fortsatt å gi en rimelig avveining mellom de hensyn Norges Bank skal ivareta i pengepolitikken.

Reduksjonen i Norges Banks styringsrente gjennom 2003 og inn i 2004 ga lave renter. Det fallende rentenivået og forventninger om lav realrente fremover bidro til at privat forbruk økte i begynnelsen av konjunkturoppgangen.

Svakere kronekurs og internasjonal oppgang stimulerte eksporten av tradisjonelle varer. Samtidig har realinvesteringene i petroleumssektoren økt kraftig. Det har ført til økt etterspørsel etter varer og tjenester fra bedrifter i Fastlands-Norge. Etter hvert har også realinvesteringene i Fastlands-Norge steget.

Siden oppgangen startet, har BNP for Fastlands-Norge vokst med i gjennomsnitt 3½ prosent fra kvartal til kvartal, målt som årlig rate. Veksten har vært jevn. Den økonomiske oppgangen har fortsatt i inneværende år. Samlet sett er det utsikter til at veksten i etterspørselen holder seg forholdsvis høy den nærmeste tiden. Forventninger om fortsatt lavt, om enn økende rentenivå og vekst i realinntektene bidrar til at veksten i husholdningenes forbruk og realinvesteringer kan vare ved. Sterk økning i investeringene i petroleumsnæringen, moderat lønnsvekst og god lønnsomhet i mange foretak trekker i retning av at bedriftene i Fastlands-Norge vil øke sine investeringer ytterligere. Den økonomiske oppgangen er nå bredt basert.

I industrien er ordrebeholdningen på et rekordhøyt nivå. Dette tilsier fortsatt vekst i produksjonen de nærmeste kvartalene. Statistisk sentralbyrås konjunkturbarometer for industrien peker i samme retning. I bygge- og anleggsbransjen har aktiviteten vært høy lenge. Næringens ordretligang øker, og gir utsikter til at produksjonen vil øke ytterligere. Veksten i omsetningen innen eiendomsdrift og forretningsmessig tjenesteyting har økt til et høyt nivå. Økt aktivitet i de vareproduserende næringene og utsikter til god vekst i etterspørselen fra husholdningene gir grunnlag for fortsatt vekst i de tjenesteytende næringene. Norsk næringsliv er imidlertid preget av et høyt kostnadsnivå. Denne utfordringen kan bli mer synlig når høykonjunkturen avtar.

Produksjonsgapet er et mål som uttrykker vår vurdering av den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien. Produksjonsgapet defineres som det prosentvise avviket

mellom faktisk produksjon og potensiell produksjon. Potensiell produksjon angir det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil pris- og kostnadsvekst. Anslaget for produksjonsgapet er usikkert, blant annet fordi nivået på den potensielle produksjonen er uobserverbart og må anslås. Fordi det tar tid før data for offisiell statistikk for samlet aktivitet i økonomien foreligger og disse tallene i tillegg revideres i etterkant, vil også nivået på faktisk produksjon være usikkert.

Vår samlede vurdering er at kapasitetsutnyttningen har tatt seg opp de siste to årene, og at den nå er noe over et normalnivå. I vurderingen av produksjonsgapet holdes resultatet av tekniske beregninger opp mot andre kilder til informasjon om kapasitetsutnyttningen i økonomien. Informasjon fra Norges Banks regionale nettverk kan tyde på at kapasitetsutnyttningen i fastlandsøkonomien sett under ett er nær et normalnivå. Det er imidlertid tendenser til flaskehals i produksjonen i visse deler av økonomien. Blant annet er kapasitetsutnyttningen i bygge- og anleggsbransjen svært høy, særlig på Sør-Vestlandet. Det er tegn til knapphet på visse typer arbeidskraft i bygge- og anleggsbransjen, i industrien og i enkelte tjenesteytende næringer.

Selv om veksten i norsk økonomi har vært høy lenge, har det ennå ikke oppstått vesentlig knapphet på arbeidskraft i økonomien sett under ett. Økningen i antall sysselsatte personer har vært forholdsvis lav gjennom hele konjunkturoppgangen. Sysselsettingen har økt mindre enn i konjunkturoppgangene på 1980- og 90-tallet. Både den offisielle statistikken og Norges Banks regionale nettverk gir inntrykk av at mange bedrifter har vært tilbakeholdne med å ansette flere. Det er nå tegn til en viss endring i denne holdningen. Veksten i sysselsettingen, slik den måles i AKU, har tatt seg opp de siste månedene. En større andel av kontaktene i vårt regionale nettverk vurderer å øke bemanningen, og færre vurderer å redusere den.

I de første kvartalene av den inneværende oppgangen var det god vekst i produktiviteten, målt som BNP per timeverk. Etter hvert har antall utførte timeverk økt mye, særlig fordi sykefraværet falt kraftig gjennom 2004. Bruken av overtid har imidlertid også økt, til et nokså høyt nivå. Det kan indikere at ressursutnyttningen er noe høyere enn nivået på sysselsettingen og arbeidsledigheten isolert sett skulle tilsi. Lønnsutviklingen tyder heller ikke på vesentlige presstendenser. Så langt er det få tegn til at veksten i reallønningene er i ferd med å tilta.

Bruken av utenlandsk arbeidskraft har økt i året som har gått etter utvidelsen av EU. Omfanget er forholdsvis moderat, men det har likevel dempet tendensene til flaskehals i noen næringer der etterspørselen har økt sterkt. Tradisjonelt har mange fra våre naboland bidratt når arbeidsmarkedet her i landet har vært stramt. I 2001 hadde nær 30 000 personer bosatt i Sverige et arbeidsforhold i Norge hele eller deler av året. I tillegg kommer svensker som har meldt flytting til Norge.

Økt tilbud av arbeidskraft fra nye EU-land til norske virksomheter fører til at produksjonspotensialet i en periode øker mer enn ellers.

En stor del av de utenlandske arbeidstakerne tar kortere oppdrag i Norge uten å være ansatt i en norsk virksomhet. Dette kan være utenlandske entreprenører og selvstendige næringsdrivende innen bygg og anlegg som utfører ulike byggearbeider i Norge, men gjelder også andre typer oppdrag. Aker Kværner har for eksempel engasjert 300 konsulenter som

har sin arbeidsplass i India mens de utfører oppdrag for Ormen Lange prosjektet på Nord-Vestlandet. Økt omfang av slike kortvarige oppdrag vil fremstå som økt tjenesteimport til Norge, og bidrar til å øke tilbudet av varer og tjenester uten å trekke på innenlandske ressurser.

De siste tallene fra Aetat viser at den sesongjusterte ledigheten var på 3,4 prosent i oktober. Arbeidskraftsundersøkelsen fra Statistisk sentralbyrå tegner et noe svakere bilde av ledigheten. Den registrerte ledigheten er på vei ned i alle regioner. Fallet i ledigheten har vært forholdsvis moderat i region Innland, men dette henger sammen med at ledighetsnivået allerede var på et lavt nivå.

Som jeg har vært inne på utgjør informasjon fra Norges Banks regionale nettverk en viktig del av informasjonsgrunnlaget for våre analyser av norsk økonomi. Informasjon om tilstanden i norsk økonomi kommer tidligere enn ved offisiell statistikk, og det er lærerikt å komme tettere inn på arbeids- og næringslivet over hele landet.

Hovedinntrykk fra siste kontaktrunde er at det meldes om vekst i etterspørsel og produksjon i alle næringer. Det meldes videre at markedets utsiktene er positive, og de virksomheter Norges Bank har vært i kontakt med indikerer at veksten vil være minst like sterk seks måneder frem som nå. Tallene viser at kapasitetsutnyttelsen i næringslivet gradvis øker. I deler av oljerelatert virksomhet og bygg og anlegg er det kapasitetsproblemer, men foreløpig synes ikke presset på produksjonsfaktorene å være særlig stort i de andre næringene. Det meldes om en moderat til god vekst i investeringsplanene i alle næringene. I takt med den økonomiske oppgangen øker også sysselsettingen i hele privat sektor, og det synes å være generelt lite lønnspress.

Utviklingstrekkene i Hedmark og Oppland er i hovedsak sammenfallende med det generelle bildet for Norge. Næringsstrukturen i Hedmark og Oppland skiller seg på de fleste områder lite fra landet som helhet. Unntaket er primærnæringene, som spiller en klart større rolle i disse to fylkene enn i landet for øvrig. Hedmark og Oppland er de to fylkene med størst jordbruksarealer i drift, og de har høy sysselsetting i primærnæringene. Andelen sysselsatte i offentlig sektor er også noe høyere enn i landet som helhet. Innlandsregionen har også vært karakterisert ved en markert lavere arbeidsledighet enn de fleste andre regioner de siste årene.

Den økonomiske situasjonen i regionen er god ifølge de siste rapportene vi har fått. Bedriftene som har deltatt melder om økende sysselsetting og solid vekst i alle næringer. I varehandelen samt i bygg og anlegg er aktiviteten god og fortsatt økende, med en viss avventende holdning i forhold til utviklingen fremover. I industrien har det vært en svak avmatning av veksten, men med utsikter til stabilisering. Investeringene er stigende i alle sektorer. Bedriftene i regionen ser for seg en svak prisvekst fremover.

Inflasjonen har tatt seg gradvis opp siden begynnelsen av 2004. I oktober var konsumprisindeksen justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) på 1,2 prosent, regnet fra samme måned i fjor. Korrigert for den beregnede direkte virkningen av rentefallet på husleiene kan prisveksten anslås til 1,3 prosent i oktober. Konsumprisene totalt (KPI) steg 1,8 prosent i samme periode.

Prisene på norskproduserte varer og tjenester økte med 2,0 prosent fra oktober i fjor til samme måned i år. Prisveksten på norskproduserte konsumvarer med internasjonal konkurranse har vært svært lav i år. I oktober var prisene på disse varene 0,2 prosent høyere enn samme måned i fjor. Dette reflekterer trolig den sterke konkurransen norske produsenter av konsumvarer møter fra internasjonale aktører. Samtidig stimuleres den innenlandske etterspørselen av et lavt rentenivå, og i en del næringer danner økt kapasitetsutnyttning grunnlag for økte marginer. Tjenestepriene, som steg lite gjennom fjoråret, har økt igjen i år. I flere næringer med sterk priskonkurranse, blant annet i flybransjen, har lav lønnsomhet bidratt til at prisene er blitt satt opp. Den høye oljeprisen gir også økte priser, blant annet på transporttjenester.

De avtalte tariff tilleggene i årets lønnsoppgjør, sammen med anslag for lønnsglidning og overheng, ser ut til å kunne gi en årslønnsvekst i år på rundt 3½ prosent. Dette er noe lavere enn gjennomsnittet de siste ti årene. Forholdsvis lav prisvekst innebærer imidlertid en reallønnsvekst i tråd med gjennomsnittet de siste ti årene.

Prisene på importerte konsumvarer faller fortsatt i forhold til samme periode året før. Sterkt økende produksjonskapasitet i verdensøkonomien som følge av høye investeringer i mange lavkostland, har gitt lav prisvekst på mange internasjonalt handlede varer. Samtidig har nedbygging av handelshindre bidratt til økt import av konsumvarer fra land med lave kostnadsnivåer. Blant annet har importandelen for klær fra disse områdene økt markert de siste årene. Dette har bidratt til et vesentlig prisfall på klær.

Det er ikke bare klesimporten som har økt sterkt fra land med lave produksjonskostnader. Andelen av vår import fra disse landene ser ut til å øke også for andre varer. Blant annet øker importandelen for lyd- og bildeutstyr og for møbler og hvitevarer. Det bidrar til å trekke ned prisveksten på importerte konsumvarer.

Strukturelle endringer i verdenshandelen har vært viktige for norsk økonomi, ikke minst for prisveksten på importerte varer og tjenester. Vi legger til grunn at vridningen av importen mot lavkostland vil være ved og virke dempende på prisveksten. Dette motvirkes av at økningen i prisene på olje og andre råvarer ventes å gi noe høyere vekst i produsent- og eksportprisene hos våre handelspartnere.

Pengepolitikken og de økonomiske utsiktene ute og hjemme

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Det er også det viktigste bidraget pengepolitikken kan gi til en god økonomisk utvikling på lang sikt. Lav og stabil inflasjon gir økonomien et nominelt ankerfeste. Dette bidrar til forutsigbarhet for aktører som tar beslutninger om sparing og investeringer i dag, men hvor resultatet avhenger av hvordan økonomien utvikler seg fremover. 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. Den fleksible inflasjonsstyringen bygger bro mellom pengepolitikkens langsiktige oppgave, som er å holde inflasjonen på målet og forankre inflasjonsforventningene, og det mer kortsiktige hensynet til å stabilisere den realøkonomiske utviklingen.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Vi må derfor se fremover når vi setter renten. La meg derfor si litt om internasjonale utviklingstrekk som er av betydning for norsk økonomi, og de forutsetninger om utviklingen her hjemme som ligger til grunn for Norges Banks vurderinger. De utviklingstrekkene som beskrives er basert på analysene i Inflasjonsrapport 3/2005 og hovedstyrets vurderinger fra rentemøtet i begynnelsen av november.

Vekstutsiktene internasjonalt er fortsatt gode. Hos mange av våre handelspartnere er den økonomiske politikken innrettet med sikte på å øke aktiviteten. Det bidrar til å motvirke den avdempende effekten av den høye oljeprisen. Hos viktige handelspartnere som euroområdet og Sverige, ventes innenlandsk etterspørsel å ta seg noe opp neste år. For handelspartnerne samlet ventes den økonomiske veksten å øke noe fra i år til neste år. I årene fremover venter vi at veksten i BNP for et gjennomsnitt av våre handelspartnere vil være rundt 2½ prosent.

Svært høy vekst i etterspørselen etter olje medvirket til stadig høyere oljepriser i 2004 og første halvår i år. Også andre internasjonale hendelser, som terroraksjoner og orkanene Katrina og Rita som førte til omfattende ødeleggelser både på installasjoner som produserer råolje og naturgass i Mexico-gulven, og på raffinerier i området har påvirket oljeprisen. Gjennom store deler av sommeren beveget oljeprisen seg mellom 55-60 dollar per fat nordsjøolje, og i august steg prisene opp mot 70 dollar per fat. Prisene på olje for fremtidig levering har også økt. Siden begynnelsen av oktober har oljeprisen falt noe tilbake, og prisen på nordsjøolje har de siste dagene ligget i underkant av 55 dollar per fat. Prisfallet skyldes særlig fallende vekst i etterspørselen etter olje fra flere markeder. Dette kan være et tegn på at oljeprisen nådde en grense for hvor høy den kan være uten at det får merkbare effekter på etterspørselen etter olje og annen økonomisk aktivitet.

Stigende eller vedvarende høy oljepris kan etter hvert dempe veksten hos våre viktigste handelspartnere. Avmatningen kan komme gradvis og behøver ikke være veldig markert.

Det ser ut til at den høye oljeprisen er i ferd med å slå ut i noe høyere konsumprisvekst hos flere av våre handelspartnere enn tidligere lagt til grunn. Det er klare tegn til at konsumprisene øker raskere i USA, Storbritannia og til en viss grad i euroområdet.

Foreløpig har de høye energiprisene i liten grad forplantet seg til andre konsumpriser. Mål for kjerneinflasjonen i USA og euroområdet har så langt steget lite. I Storbritannia er imidlertid kjerneinflasjonen nå over 1,5 prosent og ser ut til å være økende. Foreløpig tyder moderat lønnsutvikling i både Europa og USA på at arbeidstakerne ikke har blitt kompensert for økte energipriser. Dersom oljeprisøkningen etter hvert blir oppfattet som varig, kan det føre til høyere inflasjonsforventninger, økte lønnskrav og en større smitteeffekt over på andre priser.

I løpet av de siste månedene er styringsrentene hevet både i USA, Canada og New Zealand, mens styringsrenten i Storbritannia er redusert med 0,25 prosentpoeng. Styringsrentene er fortsatt lave hos flere av våre handelspartnere. Markedsaktørene ser ut til å vente at styringsrentene vil øke gradvis i tiden fremover, og noe raskere enn de forventet i sommer. Mot slutten av 2006 ventes styringsrentene i USA og Storbritannia å ligge rundt 4½ prosent. I euroområdet og Sverige forventes rentene å være vesentlig lavere, i underkant av henholdsvis 2¾ og 2½ prosent.

De siste månedene har også de langsiktige rentene internasjonalt steget noe. Det gjenspeiler økte inflasjonsimpulser som følge av de høye energiprisene. Markedsaktørens langsiktige inflasjonsforventninger, målt som renteforskjellen mellom statsobligasjoner med nominell og reell avkastning, har økt litt siden i sommer.

Den lave renten og forventninger om fortsatt lav realrente bidrar til at konjunkturoppgangen her hjemme fortsetter. I tillegg til god vekst internasjonalt, er et bedret bytteforhold mot utlandet og høyere etterspørsel fra petroleumsnæringen viktige faktorer bak oppgangen. Kapasitetsutnyttningen i økonomien har tiltatt og er nå trolig blitt høyere enn sitt normale nivå.

Høy oljepris virker annerledes i Norge enn i oljeimporterende land. Når oljeprisen øker, bedres vårt bytteforhold ovenfor utlandet. I tillegg har den vedvarende høye oljeprisen og forventninger om fortsatt høy oljepris bidratt til at investeringene i oljesektoren kan komme opp på et rekordhøyt nivå inneværende år. Investeringstillingen for oljesektoren peker mot svært høy vekst.

I anslagene har vi lagt til grunn at finanspolitikken vil virke om lag nøytralt på økonomien neste år. For 2007 har vi lagt til grunn en budsjettpolitikk i tråd med handlingsregelen for finanspolitikken, mens finanspolitikken i 2008 vil gi en viss stimulans til samlet etterspørsel og produksjon, men noe mindre enn en mekanisk bruk av handlingsregelen skulle tilsi. Høy oljepris vil da særlig avleire seg som sterk vekst i innestående på petroleumsfondet.

Etter en tid med svært lav konsumprisvekst er det utsikter til at inflasjonen igjen stiger raskere. Det er likevel betydelige forskjeller i prisveksten mellom ulike varer og tjenester. Norge nyter på den ene siden fortsatt godt av en stadig åpnere verdenshandel. Importen øker fra land hvor prisnivået er lavt sammenliknet med vårt. Det gir prisfall på flere konsumvarer. På den andre siden har økt produksjon i store land som Kina og India samtidig ført til høyere priser på energivarer. Den samlede konsumprisveksten har derfor tiltatt, både hjemme og ute.

Anslagene i inflasjonsrapporten er basert på en utvikling i renten som etter hovedstyrets vurdering gir en rimelig avveining av de hensyn pengepolitikken skal ivareta. Tidligere har Norges Bank lagt ulike tekniske forutsetninger om renten fremover til grunn for våre analyser. En slik forutsetning har vært markedets forventninger om renteutviklingen. Fra og med siste inflasjonsrapport, nummer 3/05, har vi gått over til å basere våre prognoser på en utvikling i renten vi finner rimelig. Det gir Norges Bank et mer aktivt eierskap til de prognosene som presenteres og den usikkerheten vi mener er knyttet til prognosene.

De særskilte argumentene for en svært lav rente i Norge er noe svekket. Utsiktene og analysene taler for en gradvis økning i renten mot et mer normalt nivå, men vi venter at tilpasningen vil skje i små og ikke hyppige skritt.

Veksten i produksjonen er sterk og kan isolert sett tale for en raskere økning i renten fremover. Det ville redusere risikoen for flaskehals i økonomien med tiltakende kostnadsvekst og fortsatt oppbygging av gjeld. På den annen side ville en forsering av renteoppgangen øke risikoen for sterkere kronkurs som kunne motvirke at inflasjonen tar seg opp mot målet på 2,5 prosent.

Anslagene tilsier at renten vil øke med om lag 1 prosentpoeng i løpet av det neste året. Dette samsvarer med forventningene blant aktørene i penge- og valutamarkedet. På to til tre års sikt forventer vi en videre gradvis økning i renten. Norges Banks anslag på renten litt lenger fram er noe høyere enn fremtidsrentene i finansmarkedet, men markedsrentene i Norge og andre land kan være trukket ned av særskilte forhold i verdensøkonomien.

Norges Bank har lagt til grunn at pengemarkedsrenten blant våre handelspartnere også øker gradvis de neste tre årene. Forløpet for renten hjemme og ute kan være forenlig med at kronkursen vil holde seg om lag uendret.

Med en utvikling i renten som skissert over, anslås inflasjonen målt ved KPI-JAE å kunne øke gradvis fra om lag 1½ prosent i dag til opp mot 2 prosent i begynnelsen av 2007. Det er utsikter til at inflasjonen vil øke videre og nå målet på 2,5 prosent i annet halvår av 2008. Med en gradvis reduksjon i arbeidsledigheten venter Norges Bank at lønnsveksten etter hvert vil ta seg opp. Samtidig ventes fortjenestemarginene å ta seg noe opp i takt med at etterspørselen og kapasitetsutnyttningen øker. Fortsatt lav rente vil bidra til at produksjonen også neste år trolig vil øke mer enn den langsiktige veksttakten i norsk økonomi. Selv om en gradvis økning av renten etter hvert vil gi noe svakere vekstimpulser vil pengepolitikken fortsatt være ekspansiv.

Produksjonsgapet, som er et mål på kapasitetsutnyttningen i økonomien, anslås å bli positivt i år og øke til om lag 1 prosent i 2006. En gradvis økning av renten mot et mer normalt nivå vil trolig etter hvert gi lavere vekst i etterspørselen etter varer og tjenester. Veksten i husholdningenes disponible inntekt vil trolig bli redusert, og veksten i boliginvesteringene vil avta. Etter hvert vil veksten i foretakenes realinvesteringer avta i takt med annen etterspørsel og produksjon. Kapasitetsutnyttningen i økonomien kan etter hvert komme noe ned og stabiliseres. Det vil bremse oppgangen i inflasjonen, slik at prisveksten vil stabilisere seg nær målet.

De økonomiske utsiktene som vi skisserer, herunder anslagene for renten, tar utgangspunkt i den informasjonen Norges Bank nå har om økonomien hjemme og ute, og Norges Banks syn på hvordan økonomien fungerer. Erfaringsmessig utsettes økonomien for forstyrrelser som gjør at utviklingen kan bli annerledes. Uventet fall i inflasjonen, den kraftige økningen i oljeprisen og store svingninger i kronkursen har de siste årene vært hendelser som vanskelig kunne fanges opp i Norges Banks anslag på forhånd. Ofte vil slike forstyrrelser kunne ha sitt opphav utenfor Norge. Vurderingen av vår nære fortid og nåsituasjonen kan endre seg etter hvert som tiden går, og bedre statistikk blir tilgjengelig. Også økonomiens virkemåte vil kunne endre seg.

Pengepolitikken er rettet inn mot å stabilisere inflasjonen og veksten i produksjonen. Med uventede forstyrrelser og ny informasjon om økonomiens virkemåte må hovedstyret løpende vurdere om en annen utvikling i renten kan gi en bedre måloppfyllelse. Utsiktene for renten kan derfor endre seg over tid. Usikkerhetsviftene i figurene illustrerer den usikkerheten som kan ventes med utgangspunkt i vår nære historie.

Hovedstyret drøftet hovedlinjene i Inflasjonsrapport 3/05 før rapporten ble publisert. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderte hovedstyret konsekvensene for den

fremtidige renteutviklingen og vedtok en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste inflasjonsrapport i mars.

Forløpet for renten som skisseres i inflasjonsrapporten vil etter hovedstyrets vurdering gi en rimelig avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen opp til målet og hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting, betinget av den informasjonen Norges Bank hadde på det tidspunkt rapporten ble publisert.

Renten kan gradvis - i små og ikke hyppige skritt - bringes tilbake mot et mer normalt nivå. Hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og forankre inflasjonsforventningene tilsier likevel en fortsatt ekspansiv pengepolitikk.

Etter hovedstyrets vurdering bør foliorenten ligge i intervallet 2 - 3 prosent i perioden fram til neste inflasjonsrapport legges fram i mars 2006, betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått.

I pressemeldingen etter hovedstyremøtet 2. november ble følgende usikkerhetsforhold trukket frem:

- Sterkere handelsvridninger og økt konkurranse i arbeidsmarkedet kan gi lavere pris- og lønnsvekst og mindre press i økonomien. Det ville i så fall isolert sett tilsi mindre hyppige renteendringer.
- Vi har liten erfaring med så lave renter over lang tid. Det er risiko for at en rente som holdes lav i en lengre periode, i seg selv kan føre til forventninger om vedvarende lav rente. Det kan medføre at veksten i produksjon og inflasjon tiltar og blir høyere enn anslått og ville isolert sett tale for en raskere renteoppgang.
- Utviklingen i internasjonal økonomi er usikker. Våre anslag bygger blant annet på at utsiktene for vekst i andre land er gode, og at oljeprisen holder seg høy. Andre forløp for veksten ute og for oljeprisen vil kunne gi en annen utvikling i norsk økonomi enn anslått.

Rentesettingen må også ses i lys av utviklingen i eiendomspriser og kreditt. Store svingninger i disse størrelsene kan være en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lengre sikt. Hensynet til finansiell stabilitet tilsier at renten bør bringes opp mot et mer normalt nivå. Med en økonomisk utvikling som anslått i referansebanen vil det være utsikter til en gunstig finansiell utvikling i bankene og foretakene.

Som nevnt ovenfor er det imidlertid usikkerhet knyttet til utviklingen fremover, og norsk økonomi kan bli utsatt for sjokk. Usikkerheten med hensyn til finansiell stabilitet på lengre sikt er i hovedsak knyttet til den historisk høye gjeldsbelastningen i husholdningene og utviklingen i formuespriser. Lange perioder med sterk vekst i gjeld, formuespriser og investeringer kan være en kime til senere ustabilitet og problemer i det finansielle systemet. Det har vi erfart både i Norge og i andre land.

Den utviklingen vi har hatt i gjeldsopptak i husholdningene de siste årene er ikke opprettholdbar over tid. Det rentenivå vi har i dag er svært lavt i forhold til hva som over tid må antas å være et mer normalt nivå. Både låntakere og långivere gjør trolig klokt i å ta dette inn over seg.

Takk for at dere ville høre på!