

Om konjunktorene, pengepolitikken og eiendomsmarkedene

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem i Bergen, 26. april 2005.

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 20. april, Inflasjonsrapport 1/05 og på tidligere foredrag.

Det er god vekst i norsk økonomi, og det er utsikter til at veksten holder seg høy. Lavkonjunktoren ble mild etter at den forrige høykonjunktoren kulminerte for to og et halvt år siden. Den særnorske kostnadsstigningen ble brutt uten så sterke utslag i produksjonen som i nedgangskonjunktorene tidlig på 1980-tallet og rundt 1990. Trolig har det sammenheng med at den lave prisstigningen på 1990-tallet og den nåværende pengepolitikken har forankret forventningene om lav og stabil inflasjon hos aktørene i det økonomiske livet.

Er det tillit til pengepolitikken, vil aktørene i det økonomiske livet vente at prisveksten over tid blir om lag lik inflasjonsmålet. Bedriftene vil legge det til grunn i sine budsjetter. Det vil i så fall bidra til å stabilisere inflasjonen.

Det har vært viktig å unngå at forventningene til inflasjonen falt og fikk feste på et lavt nivå. Undersøkelser om prisstigningen framover tyder på at forventningene er godt forankret omkring inflasjonsmålet på lang sikt.

For vel ett år siden ble renten satt ned med 0,25 prosentenheter til 1,75 prosent. Renten har siden ligget fast på dette historisk lave nivået.

Realrentene er også lave. Fra desember 2002 til mars 2004 ble renten satt ned med i alt 5,25 prosentenheter. Rentenedgangen kan tilskrives flere forhold.

Senhøstes 2002 begynte prisstigningen å falle. Også anslagene for inflasjonen framover ble justert ned. Etter hvert kom det stadig ny informasjon om utsiktene i andre land og forhold ved norsk økonomi som tilsa at inflasjonen kunne bli svært lav. De kortsiktige realrentene er redusert med knapt fire prosentenheter. Trolig er det ikke bare endringer i realrenten som betyr noe, men også nivået. Fra desember 2002 til mars 2004 har renten endret seg fra å være høy til å bli lav. Realrenten er nå lavere enn en nøytral realrente. En realrente under den nøytrale vil stimulere aktiviteten, selv etter at virkningene av selve rentefallet ebber ut.

De første tegnene på at reduksjonene i renten virket, kom i valutamarkedet. Renteforskjellen mot andre land falt. Det ble mer attraktivt å låne og mindre lønnsomt å plassere i norske kroner. Kronekursen snudde og svekket seg gjennom 2003 og inn i 2004. Utslagene i kronekursen er likevel blitt vesentlig dempet av at rentene ute har holdt seg lave. Den høye prisen på olje og gass og andre eksportvarer bidro også til å styrke kronen i fjor.

Svekkelsen av kronen i 2003 bremsset fallet i prisene på importerte varer. Denne virkningen kom gradvis. Bedrifter og importører kan ha ønsket å observere endringer i valutakursen over noe tid før de endret egne salgspriser.

Etter at flere dyre lønnsoppgjør og en kort periode med sterk krone hadde svekket lønnsomheten i norsk næringsliv, bidro fallet i kronen til å dempe nedgangen i aktiviteten og sysselsettingen. Lavkonjunkturen ble kortvarig.

Sammen med privat konsum og realinvesteringene i oljesektoren var tradisjonell eksport en viktig faktor bak veksten tidlig i konjunkturoppgangen som startet i første halvår 2003. Prisene på mange av våre viktigste eksportvarer har økt som følge av sterk vekst i nye markeder. Veksten i vår samlede eksport utenom olje og gass er imidlertid lavere enn importveksten hos våre handelspartnere.

Realinvesteringene i Fastlands-Norge har etter hvert blitt en viktig drivkraft i konjunkturoppgangen. I de fleste næringer har investeringene tatt seg opp, og veksten mot slutten av 2004 var sterkere enn ventet. Norges Banks regionale nettverk registrerer økende investeringer i alle næringer. Særlig ser det ut til at investeringene i petroleumsvirksomheten vokser sterkere enn anslått. Det vil trolig fortsatt bidra til å øke produksjonen i fastlandsøkonomien.

Økte investeringer skyldes trolig bedret lønnsomhet og utsikter til fortsatt god vekst i etterspørsel og produksjon. Optimismen i næringslivet synes høy. Igangsettingen av næringsbygg økte gjennom 2004. Den høye aktiviteten mot slutten av 2003 skyldes i hovedsak igangsetting av universitetsbygg og ny opera i Oslo. Også i Hordaland har det vært tegn til en viss oppgang i igangsettingen den siste tiden.

Aktivitsveksten er høy i tjenesteytende næringer, og sysselsettingen økte gjennom 2004. Vi venter at god økonomi i husholdningene og økt aktivitet i næringslivet bidrar til fortsatt vekst i etterspørselen, og at investeringsveksten fortsetter. Næringseiendom utgjør en stor andel av investeringene i denne sektoren. Aktiviteten her har vært lav i flere år og trukket investeringsaktiviteten ned. Flere forhold kan imidlertid tyde på at dette markedet er i bedring. Igangsettingen av næringsbygg innen eiendomsdrift, forretningsmessig tjenesteyting og utleievirksomhet tok seg opp mot slutten av fjoråret og inn i år.

Igangsettingen av næringsbygg innen varehandelen begynte å øke fra midten av 2003. Dette kan ses i lys av at privat konsum var en viktig faktor bak veksten tidlig i konjunkturoppgangen som startet i første halvår 2003.

Igangsettingen av næringsbygg innen hotell og restaurant utgjør en liten andel av samlet igangsetting, og svinger nokså mye. Også her har det vært en oppgang det siste året.

Andelen ledige kontorlokaler har gått noe ned. Utnyttelsesgraden av kontorlokaler er imidlertid ikke høy. Andelen ledige lokaler er om lag like stor som under lavkonjunkturen og eiendoms- og bankkrisen tidlig på 1990-tallet. At igangsettingen av nye bygg likevel har vist en tiltakende tendens kan ha sammenheng med at rentenivået er svært lavt og dessuten kvaliteten og beliggenheten på de ledige kontorlokalene.

Priser på omsatte kontor- og forretningseiendommer i Norge steg betydelig andre halvdel av 1990-tallet, men flatet ut fra 2001 til 2003. Det siste året har prisene vist en stigende tendens. Prisutviklingen gjenspeiler trolig konjunktur- og renteutviklingen. Vi ser for eksempel at prisene har steget vesentlig etter rentefallet i 2003. Leieprisene på kontorlokaler i de største byene har svingt mer. Leieprisene falt gjennomgående fra 2001 til 2004, men fallet ser nå ut til å ha stoppet opp. I Trondheim er det nå tegn til oppgang i leieprisene.

Totalavkastningen ved investering i næringseiendom - det vil si summen av leieinntekter og prisstigningen på eiendommen, målt i prosent av eiendommens kjøpspris - kan svinge mye fra år til år. Totalavkastningen i Norge har vært på linje med avkastningen i Danmark og Storbritannia de seneste fem årene.

Langsiktige renter har lenge vært lave både ute og hjemme. I jakten på avkastning er næringseiendom trolig blitt mer attraktivt som investeringsobjekt. For eksempel har de største livsforsikringselskapene i Norge økt sitt eierskap i eiendom i de seneste årene, og særlig i 2004.

Økt etterspørsel etter næringseiendom som investeringsobjekt har resultert i en økning i såkalte syndikeringselskaper som tilrettelegger for institusjonelle og private investorer som ønsker å plassere midler i eiendomsprosjekter. Syndikeringselskapene har ifølge markedsaktører trolig bidratt til å holde eiendomsprisene oppe de siste to-tre årene. I tillegg ble det første eiendomsfondet etablert i Norge i fjor. Slike fond gjør det lettere for institusjonelle investorer å plassere midler i eiendom på tvers av landegrensene. Slike fond er mer utbredt ellers i Europa.

Internasjonalt har eiendom som et investeringsobjekt i større grad blitt et likvid aktiva. Plasseringer over landegrensene er blitt mer vanlig. Vi ser vel nå konturene av at Norge i større grad tar del i denne utviklingen.

Husholdningenes etterspørsel har de siste par årene vært understøttet av lave renter, høy reallønnsvekst og økte formuespriser. Ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall økte privat konsum med 4,3 prosent i fjor. Veksten i boligprisene har avtatt noe, men er fortsatt høy. Igangsettingen av nye boliger var i 2004 den høyeste på flere år. Trolig er det også sterk vekst i rehabilitering av boliger.

Samlet sett har husholdningenes tilgang på midler økt kraftig. Gjeldsveksten var noe over 11 prosent i 2004 og er nå betydelig høyere enn veksten i husholdningenes disponible inntekt.

Den sterke veksten i boligprisene fra midten av 1990-tallet bidrar til denne utviklingen. Boligprisene i mange andre land har også steget mye i denne perioden, spesielt i Storbritannia.

TNS Gallups forventningsindikator for 1. kvartal 2005 viste at husholdningene fortsatt er svært optimistiske i synet på både egen og landets økonomi. Dette bekreftes av våre inntrykk fra det regionale nettverket, der det meldes om sterk vekst i virksomheter som selger varer og tjenester til husholdningene. Samlet sett er det utsikter til at

husholdningenes forbruk og boliginvesteringer vil vokse relativt sterkt de nærmeste kvartalene.

Selv med sterk oppgang i fastlandsøkonomien har økningen i antall sysselsatte personer vært relativt beskjeden. Produktiviteten økte nokså sterkt i de første par kvartalene etter at veksten tok seg opp. Erfaringsmessig avløses sterk produktivitetsvekst etter hvert av at bedriftene igjen begynner å ansette flere. Oppgangen vi nå er inne i, har vart i om lag to år. Når sysselsettingen målt i personer likevel har økt nokså lite, må det ses i lys av at sykefraværet falt kraftig gjennom 2004 etter flere år med økning. Fallet i sykefraværet har økt bedriftenes tilgang på arbeidskraft og kanskje dempet behovet på kort sikt for nye ansettelser. Målt i antall timeverk var det god vekst i sysselsettingen i fjor. Timeverkene økte med 2,2 prosent fra 2003 til 2004. Økningen i timeverk har et motstykke dels i redusert sykefravær, og dels i at det var tre flere virkedager i fjor enn i forfjor.

Økning i tilgjengelige timeverk og økt konkurranse og effektivisering i mange sektorer bidro til at produksjonspotensialet økte noe mer enn normalt i fjor. Økonomien har derfor i en periode kunnet vokse nokså mye uten at det har oppstått flaskehals i arbeidsmarkedet.

Industrien rapporterer via konjunkturbarometeret om økende produksjonsvolum og kapasitetsutnyttelse. Gjennomsnittlig kapasitetsutnyttelse i industrien er nå nær det historiske gjennomsnittet. Også informasjon fra Norges Banks regionale nettverk tyder på at det er om lag balanse mellom tilbud og etterspørsel i økonomien, og at kapasitetsutnyttelsen er om lag normal. En normal kapasitetsutnyttelse er forenlig med at produksjonsgapet - det prosentvise avviket mellom faktisk produksjon og produksjonspotensialet - er nær null.

Veksten i etterspørsel og produksjon ventes å holde seg høy den nærmeste tiden. Det er utsikter til at arbeidsledigheten kan avta noe raskere enn den har gjort det siste året. Produksjonsgapet ventes å bli positivt i 2005.

Økt etterspørsel etter bedriftenes produkter gir rom for å øke prisene. Erfaringene viser at prisstigningen blir påvirket direkte av hvor høy kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi er. Noe av den prisøkningen vi ser på varer og tjenester som er produserte i Norge, kan føres tilbake til økte marginer i næringslivet.

Virkningene av rentefallet på etterspørsel, produksjon og sysselsetting har vært store. Det har tatt tid før prisstigningen har tatt seg opp. Dels skyldes det at lave renter ute samt gode oljepriser har dempet utslagene på kronekursen. Økt import fra lavprisland, konkurranse og økt effektivitet i norsk produksjon har også holdt inflasjonen nede.

I første omgang var det fall i prisene på importerte konsumvarer som trakk den underliggende prisveksten ned. Etter hvert falt også prisveksten på norskproduserte varer og tjenester. Dette skyldtes særlig økt konkurranse i en del vare- og tjenestemarkeder. Samtidig avtok lønnsveksten som følge av lavere kapasitetsutnyttelse i økonomien. Lavere vekst i husleiene bidro også. Inflasjonen målt ved KPI-JAE nådde sitt laveste nivå i de første månedene i 2004. Prisveksten holdt seg under ½ prosent til over sommeren, før den tok seg opp gjennom høsten. Det var særlig redusert prisfall på importerte konsumvarer som trakk prisveksten opp. Svekkelsen av kronekursen siden begynnelsen av 2003 har bidratt til denne

utviklingen. I tillegg stabiliserte prisveksten på norskproduserte varer og tjenester seg, og mot slutten av fjoråret var det en tendens til høyere prisvekst for slike varer og tjenester.

I begynnelsen av 2005 var prisveksten målt ved KPI-JAE lavere enn ventet. Prisene på importerte konsumvarer falt uventet mye. Det er usikkert hvor mye av dette prisfallet som skyldes unormalt sesongmønster og hvor mye som skyldes nedgang i underliggende inflasjon. Prisfallet kan ha sammenheng med en uvanlig varm vinter som har gjort det vanskeligere å selge sesongens klær og sportsutstyr til ordinære priser. På den annen side er det tegn til at prisene på importerte konsumvarer i utenlandsk valuta kan ha falt noe mer enn vi tidligere har lagt til grunn.

Den store variasjonen i prisene på en del importerte konsumvarer, særlig klær og skotøy, kan bidra til stor månedsvariasjon i konsumpristallene. Holdes utviklingen i prisene for klær og skotøy utenfor, var veksten i KPI-JAE de siste tolv månedene fram til mars 1,2 prosent, ned fra 1,3 prosent i februar.

Endringer i avgifter og særlig i satsene for moms har skapt ekstra vansker i tolkningen av pristallene i begynnelsen av året. Den lave prisveksten kan dels ha sammenheng med at prisene ennå ikke er fullt ut justert etter avgiftsendringen.

Blant bedriftene i vårt regionale nettverk er andelen som venter økt vekst i egne utsalgspriser det kommende året større enn andelen som venter en nedgang i prisveksten. TNS Gallups forventningsundersøkelse viser et mer nøytralt bilde. Begge undersøkelsene viser likevel forventninger om økt prisvekst innenfor tjenesteytende næringer.

De andre nordiske landene har også opplevd fallende inflasjon.

Inflasjonen i Norden har avtatt og er nå forholdsvis lav i både Sverige, Danmark, Finland og Norge. I følge de harmoniserte konsumprisindeksene var inflasjonen i februar rundt 1 prosent i Danmark, Sverige og Norge, mens prisene var uendret i Finland, målt som tolv månedersvekst. Til sammenlikning var prisstigningen i euroområdet vel 2 prosent.

Et felles trekk ved den lave prisstigningen i Norden synes å være at prisene på importerte konsumvarer har utviklet seg svakt, selv om utviklingen ikke har vært helt parallell i de ulike landene.

Informasjon fra vårt regionale nettverk tyder på at konjunkturoppgangen er bredt basert. Oppgangen merkes ikke minst her i Hordaland som inngår i Region Sørvest. Etterspørselen øker i alle sektorer i denne regionen, og markedsutsiktene for neste halvår oppfattes som lyse, spesielt i og bygg og anlegg.

Det ser ut til at veksten i investeringene vil øke fremover: Det høye investeringsnivået i oljesektoren vil trolig bidra til høyere investeringsvekst i leverandørindustrien. Det er tegn til økte investeringer i bygg og anlegg.

Syssetningen øker i de fleste sektorer. I bygg og anlegg har behovet for å sysselsette flere, økt markert.

Nesten en tredjedel av virksomhetene melder at tilgangen på velkvalifisert arbeidskraft kan bli en begrensende faktor for fortsatt produksjonsvekst. Dette gjelder først og fremst innen bygg og anlegg og oljerelaterte virksomheter.

Prisene øker noe i de fleste sektorer. En av fire industribedrifter venter en høyere prisvekst i år enn i fjor. I varehandelen derimot venter fire av fem bedrifter lavere eller uendret prisvekst. Innen tjenesteyting ventes stort sett uendret prisvekst.

Lønnsomheten bedres fortsatt betraktelig i de fleste sektorer (unntaket er hjemmemarkedsindustrien). Kostnadsreduksjoner og økte volumer bidrar til bedre kapasitetsutnyttelse og høyere marginer.

Vi venter at veksten i verdensøkonomien dempes noe i år og stabiliseres i årene fremover. I USA synes veksten å ha vært god også i første kvartal. Økt usikkerhet om utviklingen i amerikansk økonomi og svakere resultater for enkelte store foretak har gitt kursfall på internasjonale aksjebørser. I euroområdet er utviklingen svakere - arbeidsledigheten holder seg høy, og konsumentenes tillit har falt. I Japan ser det ut til at veksten blir positiv fra 4. kvartal i fjor til 1. kvartal i år.

Veksten i Asia utenom Japan og i Sentral- og Øst-Europa ventes å avta noe, men fortsatt holde seg sterk.

Utsiktene for veksten i ulike områder tilsier at ubalansene i verdensøkonomien, med store underskudd i USA og store overskudd i en del andre land, vil vedvare. Lav vekst i euroområdet og Japan svekker utsiktene til en gradvis korleksjon. Det øker risikoen knyttet til ubalansene. Økte ubalanser i tillegg til høye oljepriser og volatile oljemarkeder bidrar til usikkerheten om utviklingen i internasjonal økonomi.

Særlig har sterk vekst i Kina og India bidratt til høye priser på olje og andre viktige råvarer. Vekstimpulsene til norsk økonomi kan derfor bli noe sterkere enn det utsiktene for våre viktigste handelspartnere samlet tyder på. Høy etterspørsel etter råvarer som Norge produserer, bidrar både til økt aktivitet og bedre lønnsomhet for norske bedrifter.

Svært høy vekst i etterspørselen etter olje medvirket til at gjennomsnittsprisen på nordsjøolje steg til nesten 40 dollar per fat i 2004. Sterk økonomisk vekst, særlig i USA og Kina, har gitt høyt forbruk av energi. Hittil i år har prisen på nordsjøoljen Brent Blend stort sett beveget seg mellom 45 og 55 dollar per fat. De siste dagene har oljeprisen ligget rett under 50 dollar per fat. Prisene på olje for fremtidig levering har også økt.

Liten ledig produksjonskapasitet i OPEC-landene samt utsikter til at produksjonen fra land utenfor OPEC kan bli lavere, har trolig påvirket oljeprisen. Samtidig er det utsikter til fortsatt sterk etterspørselsvekst i viktige oljeimporterende land som Kina og en del andre fremvoksende økonomier.

Fallende bensinlagre i USA og frykt for mangel på bensin i sommer har bidratt til svingninger i oljeprisen den siste måneden.

Store, planlagte utbygginger førte til sterk vekst i oljeinvesteringene i 2004. Den vedvarende høye oljeprisen og forventninger om fortsatt høy oljepris har bidratt til at investeringene i oljesektoren kan komme opp på et rekordhøyt nivå inneværende år. Investeringstillingen for oljesektoren peker mot svært høy vekst. Vi legger til grunn at nivået vil holde seg høyt gjennom hele fremskrivningsperioden. Aktiviteten i oljesektoren vil gi ringvirkninger inn i fastlandsøkonomien, i første omgang til verkstedindustrien og bygg- og anleggssektoren.

Det er stor usikkerhet knyttet til omfanget og ringvirkningene av oljeinvesteringene. Forrige gang oljeinvesteringene økte kraftig, i 1997/98, ble veksten betydelig sterkere enn antatt. Samtidig var norsk økonomi for øvrig i oppgang. Den uventede økningen i oljeinvesteringene bidro til at oppgangen i økonomien ble vesentlig sterkere enn anslått. Dersom oljeprisen øker ytterligere eller holder seg på dagens høye nivå lenge, kan oljeinvesteringene også denne gangen forsterke konjunkturoppgangen mer enn anslått.

Prisveksten hos våre handelspartnere ventes å bli lav de nærmeste årene. Høye priser på olje og andre råvarer gir trolig fortsatt økte priser på varer hvor lønninger utgjør en liten del av de samlede kostnadene. På den annen side blir trolig veksten hos de fleste av våre viktigste handelspartnere for lav til at de ledige ressursene tas i bruk de nærmeste årene. Særlig i euroområdet gir moderat vekst og høy arbeidsledighet utsikter til lav lønnsvekst.

Samlet sett ligger det an til at de internasjonale prisimpulsene på konsumvarer til norsk økonomi vil holde seg negative i år og neste år. Det er ingen tegn til at veksten i importen fra lavkostland dempes. For eksempel økte Kinas andel av vår import av sko med 4 prosentpoeng til 20 prosent i 2004. Importandelen for klær økte med 2 prosentpoeng til 32 prosent. Utviklingen med fallende priser på klær og sko vil trolig fortsette de neste årene. Prisene på lyd- og bildeutstyr fortsetter å falle som følge av sterk internasjonal konkurranse og høy produktivitsvekst. Mot slutten av prognoseperioden legger vi til grunn at effektene av de strukturelle endringene i disse markedene gradvis vil uttømmes. Veksten i de internasjonale prisimpulsene på konsumvarer ventes da å øke i takt med lønnskostnadene per produsert enhet hos handelspartnerne.

Anslagene i Inflasjonsrapport 1/05 som ble publisert 16. mars, er basert på at renten gradvis vil øke. Dette er i tråd med forventningene til aktørene i finans- og valutamarkedene. Valutakursen er forutsatt å følge utviklingen i terminkursen. Det innebærer at kronen holder seg nokså stabil rundt dagens nivå i årene fremover.

Veksten i privat konsum ventes å holde seg sterk både i år og neste år. Lave realrenter, god vekst i realdisponibel inntekt og fortsatt vekst i boligprisene vil bidra. Varekonsumet tok seg som ventet nokså kraftig opp fra januar til februar. Oppgangen var bred, med sterk vekst i både bilkjøp, andre varer og forbruket av elektrisitet. Fremover vil økt sysselsetting og økt lønnsvekst fortsatt bidra til vekst i husholdningenes etterspørsel. Husholdningens gjeld har imidlertid steget sterkt. Det innebærer at en normalisering av rentene vil øke husholdningenes netto renteutgifter. Etter hvert vil konsumveksten kunne bli forholdsvis lav. Vi legger imidlertid til grunn at husholdningene velger å jevne ut forbruket over tid, slik at spareraten vil fortsette å falle til tross for at renten øker.

Det bygges fortsatt mange nye boliger. I januar og februar i år ble det bygget 17,5 prosent flere boliger enn i samme periode i fjor. Veksten i boliginvesteringene antas å dempes

gjennom 2005. Anslaget innebærer likevel en svært høy igangsetting av boliger også i 2005. En så høy igangsetting over flere år innebærer trolig at det ville bli bygget flere boliger enn det veksten i det underliggende behovet skulle tilsi. Vi ser derfor for oss at boliginvesteringene etter hvert avtar. Høyere rente og svakere utvikling i norsk økonomi kan også tilsi at det etter hvert bygges færre boliger. Veksten i boligprisene har avtatt, og de var i mars 8,2 prosent høyere enn i samme måned i fjor.

Oppgangen i realinvesteringene i Fastlands-Norge er bredt basert. Bedre lønnsomhet, økende kapasitetsutnyttning og god eksportvekst vil bidra til at investeringsveksten fortsetter i vareproduserende næringer. Vi ser for oss høy etterspørselsvekst rettet mot tjenesteytende sektorer enda en tid, og at investeringene også i disse sektorene fortsetter å øke. Når den økonomiske veksten etter hvert dempes, vil veksten i investeringene trolig også falle.

Eksporten av varer og tjenester fra Fastlands-Norge vil også i inneværende år dra nytte av god internasjonal vekst. Utover i perioden vil trolig fortsatt tap av markedsandeler som følge av høyt kostnadsnivå dempe eksportveksten.

Arbeidsledigheten ventes å avta i år og neste år. I årene etter ventes veksten i etterspørsel og produksjon å avta, og arbeidsledigheten kan komme til å øke noe igjen når kapasitetsutnyttningen nærmer seg det normale.

Med et noe strammere arbeidsmarked i årene fremover og økende prisstigning er det utsikter til høyere lønnsvekst. Det siste året har den lave veksten i konsumprisene trolig bidratt til å holde de nominelle lønnsøkningene lavere enn stramheten i arbeidsmarkedet isolert sett kunne tilsi. Lav prisstigning har gitt høy vekst i husholdningenes kjøpekraft selv med moderate lønnstillegg.

De første resultatene fra årets lønnsoppgjør kan tyde på at de sentrale lønnstilleggene i år blir i underkant av anslaget i siste inflasjonsrapport.

Med en utvikling i rente og kronekurs i tråd med referansebanen i Inflasjonsrapport 1/05 vil inflasjonen kunne øke gradvis fra under 1 prosent i dag til opp mot 2 prosent i midten av 2006. Under disse forutsetningene er det utsikter til at inflasjonen stabiliseres rundt 2½ prosent på tre års sikt. En utvikling i tråd med anslagene innebærer at produksjonsgapet øker til om lag 1¼ prosent i 2006. Etter hvert som renten økes mot et mer normalt nivå, vil veksten i privat etterspørsel trolig avta, og kapasitetsutnyttelsen i økonomien kan komme ned og stabiliseres. Utviklingen de siste ukene gir ikke grunnlag for å endre oppfatning av den realøkonomiske utviklingen. De første lønnsoppgjørene kan tyde på at de avtalte tilleggene er noe lavere enn Norges Banks anslag. Prisveksten har derimot vært om lag som ventet, og kronekursen er om lag uendret. Utsiktene for inflasjonen har ikke endret seg vesentlig siden inflasjonsrapporten ble lagt fram.

Det er god vekst i norsk økonomi, og kapasitetsutnyttelsen er på vei opp. En rente som ble holdt lenge på dagens nivå, ville kunne bidra til at kapasitetsutnyttelsen etter hvert blir for høy. Det kan oppstå flaskehals i deler av økonomien, og den høye veksten i eiendomspriser og låneopptak kan være ved lengre. En slik utvikling kan være en kime til ustabilitet i etterspørsel, produksjon og inflasjon på noe lenger sikt. Det tilsier isolert sett en

høyere rente. Samtidig er inflasjonen i dag lav, og det er utsikter til lav inflasjon en stund fremover. Hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet på 2½ prosent og forankre inflasjonsforventningene taler for en fortsatt ekspansiv pengepolitikk.

De pengepolitiske vurderingene som Norges Bank la fram i mars, tilsa at renten etter hvert øker og da gradvis. Den økonomiske utviklingen har siden vært om lag som ventet. Styringsrentene ute stiger, men langsomt og fra et lavt nivå. En utvikling der renten gradvis øker synes å gi en god avveining mellom de ulike hensynene, men hovedstyret kom til at det var for tidlig å øke renten på møtet 20. april.

Hovedstyret vedtok den 20. april å holde renten uendret på 1,75 prosent. Hovedstyret avveide på den ene siden hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og til stabile inflasjonsforventninger og på den andre siden risikoen for at veksten i produksjonen etter hvert kan bli for sterk.