

# De økonomiske utsiktene og pengepolitikken

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem i SR-Bank Stavanger, 18. mars 2005.

*Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 16. mars, Inflasjonsrapport 1/05 og på tidligere foredrag.*

Det er god vekst i norsk økonomi, og det er utsikter til at veksten holder seg høy i året vi nå er inne i. Lavkonjunkturen ble mild etter at den forrige høykonjunkturen kulminerte for to og et halvt år siden. Den særnorske kostnadsstigningen ble brutt uten så sterke utslag i produksjonen som i nedgangskonjunkturerne 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.

Behovet for å få ned inflasjonen lå til grunn da New Zealand på slutten av 1980-tallet som det første landet innførte inflasjonsmål for pengepolitikken. Deretter fulgte Canada, Storbritannia, Sverige og Australia utover på 1990-tallet. Inflasjonsstyring er etter hvert blitt det vanlige systemet for pengepolitikk i utviklede økonomier. I Norge fastsatte regjeringen et inflasjonsmål i 2001. Målet er satt til 2,5 prosent. I euroområdet er pengepolitikken rettet inn mot prisstabilitet, definert som inflasjon under, men nær to prosent.

Inflasjonsstyring har vist seg som et godt system og særlig egnet i små åpne økonomier. Rentesettingen som følger, vil normalt også gi bidrag til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. I nedgangstider med utsikter til lav og avtakende prisvekst, vil renten settes ned for å tilskynde høyere etterspørsel og unngå for lav prisstigning. I oppgangstider med utsikter til høy prisvekst, vil renten bli satt opp. Inflasjonsstyring er mykere i kantene enn den valutakursstyringen Norge og mange andre land tidligere fulgte. Systemet har vist seg å være temmelig robust mot forstyrrelser.

At norsk økonomi har landet mykt etter flere år med høy kostnadsstigning hjemme og dårlige tider ute, må likevel ikke få oss til å tro at produksjonen og sysselsettingen ikke kan variere mye også i framtiden. Vi kan ikke regne med at renten vil virke likt fra en periode til den neste. Økonomien blir utsatt for uventede forstyrrelser. Vi kan derfor ikke finstyre utviklingen i økonomien, men hindre de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Pengepolitikkenes viktigste bidrag er å forankre forventningene om prisutviklingen. Erfaringene kan tyde på at inflasjonsforventningene holder seg stabile selv om prisstigningen svinger en del så lenge renten brukes aktivt for å dempe utslagene. Med vår svært åpne økonomi må vi kanskje godta noe større svingninger i inflasjonen enn i en del andre land.

Da jeg var her for temmelig nøyaktig ett år siden, hadde Hovedstyret nettopp vedtatt å redusere renten 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.

Beregninger kan indikere at den nøytrale realrenten for Norge ligger i området 2½ til 3½ prosent. Den har trolig avtatt noe de senere årene.

Det tar tid før en rentereduksjon virker på inflasjonen. Vi ser nå effektene av pengepolitiske beslutninger som dels ligger to år tilbake i tid.

Renten har virket på prisstigningen via kronekursen og via etterspørselen etter varer og tjenester. Særlig har prisstigningen tatt seg opp på varer og tjenester som er produsert i Norge. I tillegg har reduksjonen i renten trolig bidratt til å holde forventningene om framtidig prisstigning oppe selv når inflasjonen er lav.

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. Mange foretak endrer sine priser bare en eller to ganger i året. Når de endrer prisene, tar de trolig hensyn til hvor mye de venter at andre priser skal stige.

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.

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.

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.

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 produktivetsvekst 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 dempet behovet 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. Fra Norges Banks regionale nettverk rapporteres det at nær halvparten av kontaktene vil ha noen eller betydelige vanskeligheter med å øke produksjonen utover det planlagte. Det 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 kapasitetsutnyttning 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 februar 1,3 prosent, opp fra 1,1 prosent i januar.

Endringer i avgifter og særlig i satsene for moms skaper ekstra vansker i tolkningen av de siste pristallene. Den lave prisveksten i begynnelsen av året 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.

Konjunkturoppgangen er bredt basert, og merkes ikke minst her i Rogaland. Etterspørselen øker i alle sektorer, spesielt i oljerelatert industri og bygg og anleggssektoren.

Markedsutsiktene for eksportrettet og oljerelatert industri er meget lyse for det neste halvåret, og optimismen er større nå enn ved forrige intervjurunde. Hjemmemarkedsindustrien har i mindre grad opplevd de store svingningene i etterspørsel og produksjon.

Det ser ut til at veksten i investeringene vil øke fremover: Det høye investeringsnivået i oljesektoren vil bidra til høyere investeringsvekst i leverandørindustrien. Det er tegn til økende investeringer i bygg og anlegg. I Rogaland vurderes også hjemflagging av industri. Gjestal Spinneri vurderer å investere i nytt kjemmeri i Oltedal og kan dermed overføre produksjon fra Storbritannia til Norge.

Sysselsettingen øker, men mest markert i bygge- og anleggssektoren. Nesten en tredjedel av virksomhetene melder at tilgangen på velkvalifisert arbeidskraft kan bli en begrensende faktor for fortsatt produksjonsvekst.

Gjennom det siste året har stadig flere meldt om økte utsalgspriser. En av fire industribedrifter venter en høyere prisvekst i år enn i fjor. I varehandelen venter to av tre bedrifter tiltakende prisvekst. For tjenesteyting rettet mot næringslivet er bildet blandet.

Lønnsomheten bedres fortsatt betraktelig i alle sektorer. Det kan tilskrives både økte volumer og kostnadsreduksjoner.

I det vedtatte budsjettet for 2005 øker det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet fra 2004. Finanspolitikken ser dermed ut til å gi en viss stimulans til veksten i år. Den underliggende utgiftsveksten over statsbudsjettet var i Nasjonalbudsjettet 2005 anslått til 5,2 prosent, som er noe lavere enn året før, og også noe lavere enn den anslåtte verdiveksten i BNP for Fastlands-Norge. Fra 2006 og fremover legger vi til grunn at verdiveksten i statens utgifter vil være om lag på linje med verdiveksten i statens inntekter, og et uendret reelt skatte- og avgiftsnivå.

Veksten i euroområdet og Japan ble svakere mot slutten av fjoråret enn vi la til grunn i den forrige inflasjonsrapporten. Det ser ut til å ta tid før strukturendringene som er gjennomførte, blant annet i Tyskland, fører til økt produksjon. I USA holder derimot den økonomiske veksten seg godt oppe, og kapasitetsutnyttelsen er tiltakende. Selv om utviklingen i amerikansk økonomi er god, vil blant annet høyere rente etter hvert bidra til at husholdningene sparer en større del av sine inntekter. Samtidig legges det opp til lavere stigning i offentlige utgifter. Svakere vekst i amerikansk etterspørsel kan tilsi avdempet vekst også i andre land. I tillegg til euroområdet venter vi at den økonomiske veksten vil avdempes i Storbritannia og Sverige.

Samlet legger vi til grunn at veksten hos handelspartnerne vil avta i år og stabiliseres i årene framover.

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

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 rundt 45 dollar per fat, men steg i begynnelsen av mars til over 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.

På den annen side er de amerikanske råoljelagrene nå klart større enn de var på samme tid i fjor og året før. Bensinlagrene er også relativt høye. Det reduserer risikoen for at lave lagre og høy bensinnetterspørsel drar opp råoljeprisen, slik som i fjor sommer.

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. 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.

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.

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 tilsa. Lav prisstigning har gitt høy vekst i husholdningenes kjøpekraft selv med moderate lønnstillegg.

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. Fortsatte endringer i handelsmønsteret med økt import fra Asia og sterkere konkurranse i varehandelen kan imidlertid forlenge perioden med lav prisvekst.

Utviklingen i kronekursen er usikker. Den reelle kronekursen målt ved relative lønnskostnader er sterk. Historisk har det vært en tendens til at den reelle kronekursen vender tilbake mot et gjennomsnitt målt over en lengre periode. Skulle dette skje i dagens situasjon, ved at den nominelle kronekursen svekkes, vil inflasjonen tilta noe raskere enn antatt. Styrkes derimot kronen, er det økt risiko for at inflasjonen ikke tar seg opp så raskt som anslått.

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. Det er imidlertid usikkerhet knyttet til utviklingen i etterspørselen og produksjonen den nærmeste tiden blant annet i lys av at renten har vært lav lenge. Høyere vekst vil nokså raskt kunne gi sterkere press i økonomien.

Veksten i norsk produksjon er sterk, og kapasitetsutnyttelsen er på vei opp. Det kan se ut til at veksten er blitt mer selvdreven. Den lave renten bidrar til at produksjonsgapet og inflasjonen trolig vil øke fremover. Det operative målet for pengepolitikken er at inflasjonen over tid skal være nær 2,5 prosent. I gjennomføringen legges det også vekt på å dempe svingningene i produksjon og sysselsetting.

Hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting trekker isolert sett i retning av høyere rente. Det vil redusere risikoen for at kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi blir for høy. Høy kapasitetsutnyttelse kan skape flaskehals i deler av økonomien og sterkere vekst i eiendomspriser og husholdningenes låneopptak. En slik utvikling kan være en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lenger sikt.

Hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og forankre inflasjonsforventningene tilsier likevel en fortsatt ekspansiv pengepolitikk. Rentene ute stiger, men langsamt og fra et lavt



nivå. Det er utsikter til lav inflasjon også en stund fremover. Selv om kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi tiltar, synes risikoen liten for at inflasjonen raskt skulle bli for høy. Prisstigningen var uventet lav de første månedene i år, men med vår svært åpne økonomi må vi kanskje vente noe større svingninger i inflasjonen enn i en del andre land.

Anslagene og vurderingene i inflasjonsrapporten kan samlet sett tilsi at styringsrenten etter hvert og da gradvis kan bringes opp mot et mer normalt nivå.

Norges Banks hovedstyre vedtok 16. mars 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.