

Pengepolitiske utfordringer og erfaringer

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Berge

Oslo, 4. september 2006

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 16. august, Inflasjonsrapport 2/06 og på tidligere foredrag.

Innledning

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. 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.

Pengepolitikken virker i et samspill med andre deler av den økonomiske politikken. Dette samspillet må blant annet ta hensyn til at norsk økonomi er utsatt for sterke ytre påvirkninger, særlig gjennom prisutviklingen for olje og gass. Oljen gir oss et økonomisk utgangspunkt som mange andre land ikke har. Men oljen gir oss også mange utfordringer.

For det første, når vi henter opp oljen og selger den, omgjør vi vår nasjonalformue fra oljeformue til finansformue. Nasjonalformuen tilhører ikke bare vår generasjon, men også fremtidige generasjoner. Det innebærer at myndighetsutøverne må ha disiplin i pengebruken, og vurdere denne i lys av langsiktige hensyn.

Størrelsen på kontantstrømmen fra oljevirkksomheten varierer dessuten mye. Hvis denne pengestrømmen skulle brukes løpende, ville det gi store svingninger i etterspørselen rettet mot norsk økonomi og dermed forsterket konjunktursvingningene.

For det tredje vil bruken av oljepenger påvirke konkurranseevnen for norsk næringsliv. Et høyt nivå og store svingninger i bruken av oljepenger vil virke negativt på rammebetingelsene for de konkurranseutsatte næringene.

Utfordringene knyttet til fremveksten av petroleumssektoren har bidratt til utviklingen av fire hovedpilarer for den økonomiske politikken i Norge. De ble etablert på 1990-tallet og i 2001. Pilarene er: oljefondsmekanismen, handlingsregelen for finanspolitikken, flytende valutakurs og inflasjonsmålet.

Statens petroleumsfond ble opprettet i 1990 for å underbygge langsiktige hensyn i bruken av oljepengene. Den første avsetningen til fondet skjedde i 1996, og markedsverdien av Statens Pensjonsfond - Utland, som fondet nå heter, var ved utgangen av juni i år kommet opp i vel 1500 milliarder kroner. Oljefondsmekanismen medfører at økte statlige inntekter fra petroleumssektoren plasseres i utlandet. Det demper virkningen på etterspørselen og produksjonen - samt på inflasjonen og kronekursen - når oljeprisen 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. Fleksibel valutakurs kan gi mindre svingninger i sysselsettingen og produksjonen.

I mars 2001 fikk vi handlingsregelen for finanspolitikken og nye retningslinjer for pengepolitikken. Handlingsregelen innebærer at underskuddet på statsbudsjettet over tid skal svare til den forventede realavkastningen av fondet, tallfestet til 4 prosent. Det operative målet som Regjeringen har fastlagt for pengepolitikken, er en inflasjon som over tid er nær 2,5 prosent.

Med dette har de ulike elementene i den økonomiske politikken fått en klar arbeidsdeling. Pengepolitikken styrer inflasjonen på mellomlang og lang sikt og kan i tillegg bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for sine valg om sparing, investeringer, budsjetter og lønn. Finanspolitikken - veksten i offentlige utgifter - påvirker kronen og størrelsen på det konkurranseutsatte næringslivet på mellomlang sikt. På lang sikt må statens utgifter og inntekter være i balanse. Lønnsdannelsen og økonomiens strukturer og insentiver legger grunnlag for hvor godt og effektivt vi utnytter arbeidskraften og øvrige realressurser.

Overgangen til inflasjonsstyring i 2001 fortonte seg kanskje der og da og i Norge som overgang til et nytt og ukjent system for pengepolitikken. Men dagens pengepolitiske system springer ut av en historisk erkjennelse av hva pengepolitikken faktisk kan oppnå.

I samarbeid med Norges Handelshøyskole har Norges Bank laget prisdata for Norge for perioden fra midten av 1600-tallet. Historien viser at prisstabilitet er det normale. Høy prisstigning er et fenomen knyttet til monetære forstyrrelser i krigs- og nødsår, samt et 1970- og 1980-talls fenomen knyttet til en uheldig makroøkonomisk politikk og undergraving av det nominelle ankeret.

I mange land, også i Norge, var oppfatningen på 1960- og 70-tallet at myndighetene kunne oppnå høy vekst og lav arbeidsledighet dersom vi bare var villige til å akseptere noe høyere inflasjon. Men erfaringen var at en slik mulighet ikke forelå. Motkonjunkturpolitikken i Norge og i flere andre land gjennom 1970-årene bidro til at inflasjonen tiltok. Etter hvert oppjusterte aktørene sine inflasjonsforventninger, og inflasjonen festet seg på et høyt nivå.

Både i økonomisk teori og i praktisk politikk kom det til en gradvis forståelse for at det på lang sikt ikke eksisterer noe bytteforhold mellom inflasjon og arbeidsledighet. Ved inngangen til 1980-årene ble det igjen i mange land satt fokus på nødvendigheten av å gjenvinne tilliten til det nominelle ankeret. I Norge skjedde politikkomleggingen i 1986. Etter den siste devalueringen av kronen i 1986 ble den økonomiske politikken rettet inn mot å sikre tillit til fastkursystemet. Fast valutakurs var et avledet mål for å oppnå lav og stabil inflasjon. Fastkurspolitikken ble forlatt i 1992, og erfaringen fra siste halvdel av 1990-årene viste at pengepolitikken ikke kunne finstyre valutakursen. Norges Bank la derfor økende vekt på lav og stabil inflasjon.

Etter nær to tiår med høy inflasjon stabiliserte prisstigningen seg i svært mange land på 1990-tallet. Ved inngangen til 1980-årene var den årlige prisstigningen i industrilandene om lag 13 prosent. I løpet av det neste tiåret kom den ned i under 2 prosent.

Pengepolitikken i andre land

Det formelle rammeverket for pengepolitikken i de ulike land varierer noe. Inflasjonsstyring er det normale i små og mellomstore åpne økonomier og er innført i mer enn 20 land. New Zealand var først ute - i 1989. Deretter fulgte blant andre Canada, Sverige, Australia og Storbritannia gjennom 1990-tallet.

Flere land som ikke formelt har innført inflasjonsstyring, har likevel i praksis rettet inn pengepolitikken mot lav og stabil inflasjon. Det gjelder blant annet i euroområdet og i USA. Heller ikke sentralbanken i Japan har et formelt inflasjonsmål, men siden 9. mars i år gjennomføres pengepolitikken med sikte på at inflasjonen skal være på mellom null og to prosent på mellomlang og lang sikt.

I flere land har prisstabilitet rang foran styring av produksjon og sysselsetting. Eksempler er Storbritannia og euroområdet. Prisstabilitet sees som en betingelse for at pengepolitikken kan bidra til å stabilisere produksjon og sysselsetting.

I sentralbankloven i USA er målene om full sysselsetting, stabile priser og moderate langsiktige renter sidestilt. Men den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, uttrykker selv at stabile priser på lang sikt er en betingelse for varig vekst i produksjon og sysselsetting.

I USA har det i flere år vært en diskusjon om å innføre formell inflasjonsstyring. Debatten fikk fornyet aktualitet ved utnevnelsen av Ben S. Bernanke som leder for Federal Reserve fra 1. februar i år. Han har argumentert for at tallfesting av begrepet "long-term price stability" kan redusere usikkerheten om pengepolitikken og mer effektivt forankre de langsiktige inflasjonsforventningene. Etter hans vurdering er imidlertid innføring av et langsiktig inflasjonsmål fullt ut konsistent med den nåværende pengepolitikken i USA¹. I det politiske miljøet i USA har det vært liten interesse for å endre rammeverket for pengepolitikken².

I Norge er mandatet for pengepolitikken gitt av forskriften fra mars 2001 som fastslår at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, og samtidig understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Mandatet innebærer at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt.

Blant sentralbankene med inflasjonsstyring varierer det konkrete målet for prisstigningen noe. Prismålet kan formuleres som et intervall, for eksempel 1 - 3 prosent, som i New Zealand, eller som i Norge som en prisvekst på nær 2,5 prosent over tid.

Blant annet som følge av ulike forstyrrelser til økonomien kan det ikke ventes at prisveksten er lik målet hele tiden. Sentralbankene har noe forskjellige formuleringer for hvor raskt inflasjonen skal bringes tilbake til målet. Noen sentralbanker uttrykker at prisstigningen skal tilbake til målet innen en "rimelig tidshorisont" eller "på mellomlang sikt". Andre har kvantifisert at inflasjonsmålet normalt skal nås innen to år, som i Sverige, eller som i Norge, at renten settes med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorisont, normalt 1 - 3 år.

I praksis er det likevel store likheter mellom pengepolitikken som føres av de fleste sentralbanker. De retter pengepolitikken inn mot å holde inflasjonen lav og stabil. Alle sentralbanker vil sette ned renten når det i et mellomlangsigte perspektiv er utsikter til lav inflasjon og sette opp renten når det er utsikter til høy inflasjon.

Hva skiller Norges Bank fra andre sentralbanker?

Pengepolitikken i Norge er på linje med den pengepolitikken som føres av flertallet av sentralbanker innenfor OECD-området.

En forskjell er likevel at Norges Bank gjennomfører pengepolitikken i en oljeøkonomi. Det høye nivået og svingningene i petroleumsinntektene fører til at det viktigste bidraget finanspolitikken kan gi til å stabilisere norsk økonomi er å følge en langsiktig forsvarlig plan for bruken av oljeinntektene, det vil si at vi følger handlingsregelen. Forsøk på å anvende statsbudsjettet til å finstyre aktiviteten i økonomien kan virke destabiliserende dersom forsøket blir oppfattet som et brudd på den langsiktige planen for innfasing av oljepengene.

Generelt er det slik at sentralbankene påvirker de helt kortsiktige pengemarkedsrentene via styringsrenten. Aktørens konsum- og investeringsbeslutninger avhenger imidlertid mer av deres forventninger til fremtidige renter. Pengepolitikken virker således først og fremst ved å påvirke forventningene til fremtidige renter. Det er derfor nødvendig at aktørene i det økonomiske livet forstår sentralbankens intensjoner i rentesettingen.

I inflasjonsrapporten fra november 2005 offentliggjorde Norges Bank for første gang sin egen prognose for renten. Siktemålet er å gjøre pengepolitikken mer forutsigbar. Med en forutsigbar pengepolitikk kan markedsaktørene reagere på ny informasjon slik at det bidrar til å stabilisere utviklingen i produksjon og inflasjon.

Av andre sentralbanker er det så langt bare sentralbanken i New Zealand som har erfaring med å offentliggjøre egne prognoser for renten. De fleste sentralbanker som offentliggjør prognoser, baserer sine anslag for utviklingen i økonomien på enten en konstant rente eller at renten vil følge markedets renteforventninger.

Norges Banks praksis er her på linje med anbefalinger fra ledende akademikere innenfor pengepolitikk, som for eksempel professor Lars Svensson ³: "*announcing the optimal projection - including the instrument-rate projection - and the analysis behind it would have the largest impact on private-sector expectations and be the most effective way to implement monetary policy.*"

Norges Banks prognose for renten er basert på at vi søker å oppnå en renteutvikling som gir en rimelig avveining mellom hensynet til å stabilisere inflasjonen på målet og stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting innen en rimelig tidshorisont, normalt 1 - 3 år. Rentesettingen ses også i lys av utviklingen i eiendomspriser og kreditt.

Norges Bank lager anslag for inflasjonen, produksjonen og renten samtidig. Det er stor usikkerhet knyttet til beregning av kapasitetsutnyttningen i økonomien (produksjonsgapet), og det er ingen enkel sammenheng mellom utviklingen i kapasitetsutnyttningen og utviklingen i inflasjonen. En kan derfor ikke med stor tyngde hevde at en kan identifisere en bestemt

renteprognose som representerer den udiskutabelt "beste" avveilingen i pengepolitikken. Det vil nok ofte være slik at det finnes flere rentebaner som vil kunne sies å gi en rimelig avveiling, usikkerheten tatt i betraktning.

I inflasjonsrapportene presenteres resultatene av denne avveilingen blant annet i form av en slik figur, som gir referansebaner for renten, valutakursen, inflasjonen og kapasitetsutnyttningen i økonomien.

Både formuleringen av et presist inflasjonsmål, vår prognose for renten 3 - 4 år fram i tid og ønsket om å avveie stabilitet i produksjonen og inflasjonen kan kanskje etterlate seg et inntrykk av overdreven styringsoptimisme og invitere til gjentak av tidligere tiders forsøk på å finstyre økonomien. Men her er det viktig å holde fast ved lærdommene fra 1970- og 80-tallet om at for høye ambisjoner i stabiliseringspolitikken kan føre til store svingninger i økonomien med høy og varierende prisstigning. I utøvelsen av pengepolitikken må vi ikke undervurdere den usikkerhet som beslutningene treffes under.

Selv om banken publiserer en prognose for renten, betyr ikke det at renten kommer til å følge prognosen i hele prognoseperioden. Prognosene for inflasjonen, produksjonen, renten og andre størrelser er basert på en vurdering av nåsituasjonen og en oppfatning av økonomiens virkemåte. Forstyrrelser til økonomien kan føre til endringer i prognosene. Revisjoner av data innebærer at nåsituasjonen i økonomien ikke er fullt ut kjent. Vår ambisjon må være å redusere usikkerheten om vårt eget reaksjonsmønster. At den faktiske renteutviklingen kommer til å avvike noe fra Norges Banks prognose vil nok heller være regelen enn unntaket.

Vi forsøker derfor også å si noe om usikkerheten i disse størrelsene. Figuren viser renteprognoisen fra siste inflasjonsrapport. Usikkerheten er illustrert med en vifte. Jo bredere viften er, desto mer usikker er prognosen. Usikkerheten tilsier at renten normalt endres gradvis slik at vi kan vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

Endringer i prognosene er ikke noe nytt for aktørene i finansmarkedene, som stadig endrer sine forventninger om fremtidig rente etter hvert som økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Avviket mellom hva markedet forventet og det renten faktisk ble, har vært betydelig i perioder. Det er ingen grunn til å tro at ikke også Norges Bank må revurdere sine renteprognoiser etter hvert som ny informasjon om den økonomiske utviklingen kommer.

Den aktuelle økonomiske situasjonen

La meg gå fra de mer generelle betraktningene om pengepolitikk til å se nærmere på den aktuelle økonomiske situasjonen og de pengepolitiske vurderingene.

Etter at konsumprisveksten avtok markert fra 2003, har pengepolitikken i Norge vært innrettet mot å bringe inflasjonen opp mot målet på 2,5 prosent. Det lave rentenivået har bidratt til betydelig økning i etterspørselen etter varer og tjenester. Økte oljeinvesteringer, gode priser i viktige eksportmarkeder og en sterk oppgang i verdensøkonomien har også bidratt til god vekst i norsk økonomi. Fastlandsøkonomien har så langt i konjunkturoppgangen i gjennomsnitt vokst med nær 4 prosent årlig.

Selv om den underliggende veksten i konsumprisene har tatt seg opp fra sitt laveste nivå for to år siden, er den fortsatt moderat og klart lavere enn inflasjonsmålet, selv tre år inn i denne konjunkturoppgangen.

Verdensøkonomien er nå inne i sin sterkeste oppgang siden begynnelsen av 1970-tallet. Utviklingen er særlig god i Asia. Det ser ut til å gå bedre for flere av landene i Europa. I USA har veksten vært høy lenge, men har avtatt noe hittil i år. Det er utsikter til at et svakere boligmarked i USA kan føre til økt sparing hos husholdningene og svekke forbruksetterspørselen. Virkningen av dette på verdensøkonomien vil avhenge av styrken og tidsforløpet for korreksjonen. Internasjonale aksjemarkeder har stabilisert seg etter en urolig periode i mai og hatt en liten oppgang gjennom sommeren.

Norges Banks vurdering er at veksten internasjonalt vil avta noe fra i år til neste år, men at veksten fortsatt vil være god. Mange observatører har imidlertid pekt på at risikoen for en svakere utvikling kan ha økt noe den senere tiden.

Rentene er fortsatt lave hos flere av våre handelspartnere, selv om de hittil i år er blitt satt opp i flere land som følge av stigende energipriser og økt konsumprisvekst. I USA er det forventninger om at rentetoppen er nådd, og at renten vil bli satt ned i løpet av neste sommer. Det nærmeste året ventes det en oppgang i styringsrenten i euroområdet, Sverige, Storbritannia, Australia, Japan og Sveits. En risikofaktor er at inflasjonen i USA og i euroområdet kan bli høyere enn ventet. Da vil rentene ute trolig stige mer enn det nå er utsikter til og dempe veksten hos handelspartnerne.

I løpet av de siste to årene er oljeprisen doblet målt i amerikanske dollar. Med lite ledig produksjonskapasitet kan selv mindre forstyrrelser i tilbud eller etterspørsel gi forholdsvis store utslag i prisene. Det er utsikter til at veksten internasjonalt vil holde seg oppe. Dette vil kunne bidra til at oljeprisen blir værende på et høyt nivå. Oljeprisen har i det siste vært rundt 70 dollar per fat. Terminprisene for nordsjøoljen Brent har også steget og indikerer at oljeprisen vil holde seg høy i flere år fremover. En rekke andre råvarer - blant annet naturgass og en rekke metaller - har også hatt en sterk prisvekst de siste årene. Så langt har ikke høy oljepris ført til at veksten i verdensøkonomien har avtatt. En risikofaktor er likevel at stigende eller vedvarende høy oljepris etter hvert kan dempe veksten hos viktige handelspartnere.

Norges Bank har i inflasjonsrapporten fra juni lagt til grunn at pengemarkedsrentene hos våre handelspartnere øker gradvis de neste tre årene. Forløpet for renten hjemme og ute trekker trolig i seg selv ikke i retning av store endringer i kronekursen. Med god vekst internasjonalt vil etterspørselen rettet mot norske eksportbedrifter kunne holde seg oppe. Flere eksportbedrifter møter kapasitetsskanker. Særlig gjelder dette innenfor produksjon av metaller og raffinerte oljeprodukter. Veksten i eksporten de kommende årene vil trolig komme innen næringer som verksteds- og skipsbyggingsindustrien. I disse næringene er produksjonsveksten nå høy, og sysselsettingen vokser etter å ha falt i flere år.

Utnyttingen av kapasiteten i norsk økonomi er nå høyere enn normalt. God vekst ute gir både høy etterspørsel og gode priser for norsk eksportsektor. Selv om oljeinvesteringene trolig passerer toppen inneværende år, vil utsikter til et fortsatt høyt nivå på oljeprisen bidra til at etterspørselen fra petroleumssektoren holder seg sterk. Høy oljepris gir også store

inntekter til staten, og det er utsikter til at Statens pensjonsfond - Utland vil vokse sterkt de nærmeste årene. Det innebærer at en bruk i tråd med handlingsregelen fører til at det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet øker. Vi legger til grunn at finanspolitikken vil gi en viss stimulans til samlet etterspørsel og produksjon i 2008 og 2009. En gradvis økning av renten vil etter hvert dempe veksten i etterspørselen.

Husholdningenes gjeld og boligpriser har vokst sterkt i mange år til historisk høye nivåer. Boligprisene kan nå synes noe høye sett i forhold til utviklingen i inntekter, renter, arbeidsledighet og nybygging. Utsiktene til en gradvis normalisering av renten kan bidra til å dempe utviklingen i kreditt og boligpriser. Rentebelastningen er lav, men den vil øke etter hvert som renten stiger. Sterkere konkurranse i finanssektoren har gitt lavere rentemarginer på utlån. Det har et stykke på vei dempet økningen i renteutgiftene.

Pengepolitiske vurderinger og strategi

Hovedstyrets vurdering i Inflasjonsrapport 2/06 var at renten gradvis - i små og ikke hyppige skritt - kan bringes tilbake til et mer normalt nivå, og at foliorenten bør ligge i intervallet 2¾ - 3¾ prosent fram til neste inflasjonsrapport legges fram 1. november, betinget av at den økonomiske utviklingen blir om lag som anslått. I første halvår var renten blitt økt to ganger med 0,25 prosentenheter, og i inflasjonsrapporten ble det uttalt at det var utsikter til at renten ville øke videre i om lag samme takt.

I samsvar med denne strategien besluttet Norges Banks hovedstyre i sitt møte 16. august å sette opp foliorenten med 0,25 prosentenheter til 3,00 prosent. Som grunnlag for beslutningen ble det pekt på at kapasitetskranker og mangel på kvalifisert arbeidskraft utgjør en stadig større utfordring i flere virksomheter. Samtidig er inntjeningen i foretakene svært god. Skatteinngangen til kommunene har økt betydelig. Husholdningene og foretakene låner fortsatt mye. Eiendomsprisene stiger markert, og byggeaktiviteten er høy. Det er god vekst hos våre handelspartnere, og flere land har satt opp styringsrentene. Disse forholdene taler for en høyere rente.

Men den underliggende konsumprisveksten er fortsatt lav. Prisene på klær og sko falt overraskende mye i juli. Ulike indikatorer på underliggende prisvekst ligger fra knapt 1 prosent til opp mot 1¾ prosent, og det er sterk vekst i energiprisene. Kronekursen har svekket seg noe den siste tiden, men er fortsatt ganske sterk.

Hovedstyret pekte på at hensynet til å bringe inflasjonen tilbake mot målet og forankre inflasjonsforventningene tilsier en fortsatt ekspansiv pengepolitikk. Det er sannsynlig at fortsatt høy vekst i produksjon og sysselsetting vil føre til at inflasjonen etter hvert tar seg opp. Renten vil derfor bli satt slik at pengepolitikken gradvis blir mindre ekspansiv.

Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men hindre de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. I enkelte situasjoner kan det være riktig å gardere seg mot spesielt ugunstige utviklingstrekk. Norges Bank vil løpende vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

Takk for at dere ville høre på!

Fotnoter

¹Testimony of Ben S. Bernanke, Nomination hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, November 15, 2005

²Remarks by Governor Edward M. Gramlich, Federal Reserve Board, "The Politics of Inflation Targeting", Paris, France, May 26, 2005

³Svensson, L.E.O. (2005): "Further developments of inflation targeting" Notat til Sveriges Riksbanks konferanse: "Inflation targeting: implementation, communication and effectiveness" 10. - 12. juni 2005