

# Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Innledning til høring i Stortingets finanskomite, 28. september 2004

*Det tas forbehold om endringer under fremføringen. Innledningen bygger blant annet på vurderingene gitt i «Beretning og regnskap 2003» og Inflasjonsrapport 2/2004.*

Jeg vil benytte anledningen til å takke for at Norges Bank igjen får komme til Stortingets finanskomite for å redegjøre for og svare på spørsmål om pengepolitikken i forbindelse med Stortingets behandling av regjeringens kredittmelding.

## Land med inflasjonsmål

Prisstabilitet, i betydning lav og stabil inflasjon, er i en rekke land målet for pengepolitikken. Historiske erfaringer fra Norge og andre land har vist at høy inflasjon har medført ustabil produksjon og sysselsetting. Fall i prisnivået vil også ofte gå hånd i hånd med nedgangstider.

Inflasjonsmål ble først innført i New Zealand i 1990. Deretter fulgte Canada (1991), Storbritannia (1992), Sverige og Australia (1993). I Norge fastsatte regjeringen et inflasjonsmål ved forskrift i 2001. Pengepolitikken i eurolandene og Sveits er også rettet inn mot prisstabilitet, selv om de selv ikke omtaler det som inflasjonsstyring.

Inflasjonsmål har vist seg særlig egnet i små og mellomstore økonomier som er svært åpne. Eksport av råvarer spiller en vesentlig rolle i flere av landene som var først ute med inflasjonsstyring.

## Valutakursene flyter

De siste 10-15 årene har det skjedd en overgang fra valutakursstyring til inflasjonsstyring i mange land. I åpne økonomier med frie kapitalbevegelser vil valutakursen bli påvirket av den økonomiske utviklingen.

Kronen svinger. Det er ikke uventet, for det gjør også andre lands valutaer. Kronekursen peker seg ikke ut som spesielt ustabil sammenlignet med andre lands valutaer.

Kronekursen er prisen på våre penger målt i utenlandske. Det som skjer i andre land, betyr like mye for kronen som utviklingen i norsk økonomi. Kapitalen flyter fritt. Strømmene kan endre seg raskt. Det kan smitte over på valutakurser og renter, og på produksjon og sysselsetting.

Det koster for næringslivet å sikre seg mot svingninger i kronen. Men en krone som er stabil - men for sterk - gir samfunnsøkonomiske kostnader i form av lav aktivitet. Tilsvarende er en krone som er stabil - men for svak - en kime til høy inflasjon.

## Fleksibel inflasjonsstyring

Det viktigste bidraget pengepolitikken kan gi til en god økonomisk utvikling på lang sikt er lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for forventninger om fremtidig inflasjon. Vi har en svært åpen økonomi med frie kapitalbevegelser. Stabile forventninger om inflasjonen bidrar også til mer stabile valutakursforventninger.

Inflasjonsstyring betyr å sette renten for å nå et tallfestet mål for inflasjonen. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på 2,5 prosent innen en rimelig tidshorison, normalt 1-3 år. Den mer presise horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på utviklingen i inflasjonen og produksjonen.

Inflasjonsmålet er en ramme, ikke et hinder, for at pengepolitikken vil bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Vi har fleksibel inflasjonsstyring. Både variasjon i produksjon og sysselsetting og variasjon i inflasjon tillegges vekt.

Pengepolitikken skal verne om pengeverdien på lang sikt, og søke å bidra til å stabilisere den økonomiske utviklingen på kort- og mellomlang sikt.

Som andre sentralbanker legger Norges Bank fram rapporter om den økonomiske situasjonen, om utsiktene for inflasjonen og om gjennomføringen av pengepolitikken. Grunnlaget for de pengepolitiske beslutningene blir i større grad gjort kjent enn tidligere. Norges Bank gjør rede for både de vesentlige trekk ved utviklingen i økonomien som får betydning for beslutningen om renten og for hovedstyrets avveininger. Det blir gjort kjent hvilke alternativer hovedstyret har vurdert. De enkelte rentevedtakene er forankret i en strategi for rentesettingen som hovedstyret trekker opp hver fjerde måned. Strategien gjøres nå kjent like etter at den er vedtatt og i forkant av den perioden den gjelder for.

## Renten virker med et tidsetterslep

Målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Virkemiddelet er renten. Virkningen av renten på inflasjonen kommer med et tidsetterslep, og effekten kan variere i styrke.

Når renten går ned, vil det være en tendens til at forbruket og investeringene i husholdninger og kommuner tar seg opp. Økt etterspørsel fører til større produksjon og sysselsetting. Lønnsveksten kan ta seg opp. Sammen med økte marginer i bedriften vil det gi sterkere prisvekst.

Normalt vil en lavere rente føre til en svakere krone. Importerte varer blir da dyrere, og inflasjonen tiltar.

Forventninger spiller en viktig rolle når priser settes og lønninger avtales, og de blir påvirket av renten. Ikke minst i valutamarkedet har forventningene om framtidig prisvekst og stabilitet i økonomien vesentlig betydning.

## Mer stabil inflasjon

Inflasjonen er nå lav, men vår nære historie viser at uten et nominelt anker blir inflasjonen høy og variabel med store utslag i produksjon og sysselsetting. På 1970- og 80-tallet var den gjennomsnittlige årlige prisstigningen i Norge på vel åtte prosent. Fastkurspolitikken fra 1986 gjenreiste pengepolitikken og la et grunnlag for lavere inflasjon med en mer stabil økonomisk utvikling senere. Som for andre små, åpne og råvareproduserende økonomier viste det seg etter hvert heller ikke mulig for Norge å holde fast ved stabil valutakurs som nominelt anker. Inflasjonsstyring ble derfor innført fra 2001.

Høy og variabel inflasjon går gjerne hånd i hånd med ustabilitet i produksjon og sysselsetting. Men inflasjonen bør heller ikke være for lav over tid. Det har blant annet sammenheng med at strukturen i økonomien er i utvikling. Etterspørselen etter arbeidskraft med ulike kvalifikasjoner endrer seg. Omstilling krever endringer i reallønn og relative lønninger. Det skal mye til for at de nominelle lønningene faller. Med en viss prisvekst kan reallønn og relative lønninger endres uten reduksjoner i nominelle lønninger. Litt inflasjon vil smøre det økonomiske maskineriet.

I perioder vil det være riktig å stimulere økonomien med lave, eller til og med negative realrenter. Festner inflasjonen seg på et svært lavt nivå, vil renten være mindre slagkraftig som virkemiddel fordi den ikke kan settes lavere enn null. Dersom økonomien igjen blir utsatt for uventede negative forstyrrelser har vi lite manøvreringsrom.

## Stabilitet i produksjon og sysselsetting

På lang sikt blir produksjon og sysselsetting bestemt av tilgangen på arbeidskraft, kapital og teknologi og evnen til å omstille. Pengepolitikken kan bidra til å jevne ut svingningene i produksjon og sysselsetting. Norges Bank avveier stabilitet i inflasjonen mot stabilitet i produksjonen og sysselsettingen.

Produksjonsgapet er et mål på forskjellen mellom det faktiske nivået på produksjonen og produksjonskapasiteten. Produksjonskapasiteten, som er det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid, er ikke direkte observerbart, men må anslås. En enkel metode er å legge til grunn at produksjonskapasiteten stiger trendmessig over tid fordi arbeidsstyrken vokser og fordi produktiviteten øker. Utviklingen i produksjonsgapet gir et utgangspunkt for å vurdere konjunktorene og kan belyse det innenlandske pris- og kostnadspresset i økonomien.

Det er vanskelig å vite hvor høy kapasitetsutnyttelsen er til ethvert tidspunkt. Tall for produksjon og sysselsetting blir ofte revidert i ettertid og gir derfor ikke alltid et riktig bilde av situasjonen i økonomien akkurat nå. Norges Bank ser derfor også på en rekke andre indikatorer for å ta temperaturen på norsk økonomi.

Høykonjunktoren som varte fra 1997 tok slutt vinteren 2003. Norsk økonomi ble rammet av et markert internasjonalt tilbakeslag. Nå har konjunktorene snudd, og norsk økonomi har landet mykt etter den lange perioden med sterk kostnadsøkning her hjemme og svak aktivitet ute. Produksjonen øker markert, men inflasjonen er lav.

## Lettelser i pengepolitikken

Fra våren 1999 til desember 2002 var renten i Norge ganske stabil mellom 5,5 prosent og 7 prosent. Renten falt i andre land i 2000 og 2001 etter at IKT- og aksjeboblen sprakk. Forskjellen mellom rentene hjemme og ute økte. Bakgrunnen var ulik konjunkturutvikling. Høykonjunktoren holdt seg lenger i Norge og var preget av en sterk lønns- og kostnadsvekst. Lønnsoppjøret i 2002 ga det femte året på rad med svært høy lønnsvekst.

Vedvarende lavkonjunktur ute, utsikter til lavere lønnsvekst her hjemme og en sterk krone har ført til at renten er satt ned med mer enn fem prosentenheter siden desember 2002. Foliorenten har vært 1,75 prosent siden mars i år. Lettelser i pengepolitikken har tatt sikte på å bringe inflasjonen opp mot målet på 2,5 prosent og å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Fallet i renten siden desember 2002 har bidratt til at kronen er svekket. Målt ved en indeks av 44 importland (I-44), svekket kronkursen seg gjennom 2003 med nærmere 11 prosent fra den var på det sterkeste i januar samme år. I 2004 har kronen svingt moderat rundt dagens nivå. Den høye oljeprisen og de lave rentene internasjonalt har dempet virkningen på kronen av fallet i den norske renten. Kronen har stabilisert seg - men på et sterkt nivå vurdert ut fra utsiktene for inflasjonen.

## Uventede forstyrrelser

Norsk økonomi ble utsatt for store uventede forstyrrelser fra slutten av 2002 og i 2003. En viktig årsak til den sterke kronen var utviklingen i andre land. Veksten i verdensøkonomien høsten 2002 og inn i 2003 tok en annen retning og ble vesentlig svakere enn det Norges Bank og andre observatører hadde ventet. Svak utvikling i internasjonal økonomi førte til lavere rente ute og økt rentedifferanse mellom Norge og utlandet. Utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene og risiko for økte oljepriser bidro også til å styrke kronen.

Ute tok aktiviteten seg opp høsten 2003 fra et svært lavt nivå. Etter flere kvartaler med sterk stigning avtok den økonomiske veksten i USA i annet kvartal i år. Den økonomiske veksten har tiltatt fra et lavt nivå i euroområdet. Den økonomiske veksten har også steget i Sverige og Storbritannia. Sterk vekst i USA og Kina bidro til økte råvarepriser i 2003 og inn i 2004. Oljeprisen har steget mye i sommer. Flere sentralbanker har satt renten opp. Det er forventninger om økte styringsrenter i flere land.

## Inflasjonen er lav

Veksten i konsumprisene i Norge avtok kraftig gjennom 2003. Flere forhold ser ut til å ha bidratt. Styrkingen av kronen gjennom 2002 bidro til lav prisstigning på importerte varer. Samtidig har endret handelsmønster og konjunkturer ute gitt et uventet sterkt fall i importprisene, også når de måles ved det norske importører betaler i utenlandsk valuta. Endringen i handelsmønsteret bidrar særlig til at prisene på klær, sko og lyd- og bildeutstyr har falt kraftig. For lyd- og bildeutstyr bidrar også rask teknologisk fremgang til fallet i prisene.

I Norge er trolig konkurransen i varehandel og annen tjenesteyting blitt skjerpet de senere årene. Økt konkurranse rammer i første omgang fortjenestemarginene i bedriftene. Men virksomhetene vil svare med å redusere kostnadene. Det vil dels skje i egen virksomhet. I tillegg blir det stilt krav om lavere priser og om å effektivisere også hos underleverandører. Skjerpet konkurranse utløser derfor normalt økt vekst i produktiviteten i økonomien. Den lave prisstigningen kan derfor dels ha sitt motstykke i et løft i produktiviteten.

### Lav inflasjon i Norden

Det er ikke bare Norge som har opplevd lav prisstigning. I Sverige har den underliggende inflasjonen falt kraftig. Utenom energipriser er den underliggende prisstigningen 0,8 prosent. Også i Finland og Danmark har inflasjonen avtatt. En felles forklaring synes å være en skjerpet konkurranse som har ført til høy produktivetsvekst.

### Realkurs og konkurranseevne

Høy lønnsvekst over flere år fra 1998 svekket næringslivets konkurranseevne overfor utlandet. Den nominelle kronkursen målt ved konkurransekursindeksen, KKI, er nå tilbake rundt det nivået den hadde på midten av 1990-tallet, mens lønnskostnadene i industrien har steget betydelig mer enn hos handelspartnerne i den samme perioden.

Den delen av tapet i konkurranseevnen som skyldes de høye lønnstilleggene, bærer næringslivet fortsatt med seg. Det har skjedd en avskalling i det konkurranseutsatt næringslivet. De bedriftene som nå er i drift, kan være bedre i stand til å bære det høye lønnsnivået. En mer effektiv tjenestesektor kan også ha styrket eksportindustrien. Likevel kan kostnadene hemme aktivitet og sysselsetting.

Den internasjonale arbeidsdelingen er i endring, og i de store omstillingene er det en ulempe for norsk næringsliv at kostnadene er høye.

### Kredittvekst

Den samlede kredittveksten vokser grovt regnet på linje med veksten i verdiskapingen. Sammensetningen av kredittveksten det siste året har imidlertid gitt tvetydige signaler til rentesettingen. Husholdningenes lånevekst er sterk, mens den er lav til foretakene.

Husholdningenes gjeld har økt kraftig siden 1994. Verdistigningen på boliger er en viktig forklaring på veksten i husholdningenes gjeld. Boligprisene har i gjennomsnitt vokst ni prosent årlig de siste ti årene. En sterk og langvarig vekst i prisene på boliger vil kunne bidra til vekst i kreditten selv etter at prisene har flatet ut. Siden bare en del av boligmassen blir omsatt hvert år, vil det i lang tid være boliger som selges til en høyere pris enn sist de ble omsatt. Dette bidrar til at kredittveksten holder seg høy. Vi ser trolig en strukturell tilpasning til dereguleringen av bolig- og kredittmarkedene på 1980-tallet, etter at mange husholdninger brente seg like etter oppmykningen. Eiere som har hatt verdistigning på sine boliger, har nå i større grad mulighet til å ta opp nye lån med sikkerhet i boligen. Slik frigjøres egenkapital i boligen til å finansiere forbruk og andre investeringer.

En høy vekst i boligprisene som varer ved, kan i seg selv føre til forventninger om ytterligere stigning og dermed for en tid være selvforsterkende og øke låneetterspørselen.

Samtidig har overgangen til inflasjonsstyring redusert muligheten for at husholdningene utsettes for et dobbelt sjokk i form av økt arbeidsledighet og økt rente, slik de ble på begynnelsen av 1990-tallet. Bli økonomien utsatt for forstyrrelser som kan gi økt arbeidsledighet, vil prisstigningen normalt avta, og renten vil bli satt ned. Høy gjeldsvekst gjør imidlertid husholdningene mer sårbare overfor økonomiske forstyrrelser.

Lav rente bidrar til at husholdningenes rentebelastning forblir nokså lav til tross for den sterke gjeldsveksten. Når renten er unormalt lav, kan det være en særlig utfordring for låntakere å vurdere egen evne til å betjene lån over tid. Tilsvarende stiller en slik rente større krav til bankenes vurdering av kredittverdighet.

Renten kan brukes for å redusere etterspørselen etter lån. I dag - med fortsatt lave renter ute og nær sammenheng mellom vår rente og kronen - ville en strammere pengepolitikk dempe etterspørselen på lån først og fremst fordi arbeidsplassene ville bli mer usikre med sterkere krone.

### Oppsummering av situasjonen i norsk økonomi

Konjunktorene i norsk økonomi har snudd. Økonomien har landet mykt etter den lange perioden med sterk kostnadsøkning her hjemme og svak aktivitet ute.

- Produksjonen er tilbake på trenden og vokser nå markert.
- Sysselsettingen er tilbake på trenden og stiger.
- Arbeidsledigheten er som i 1996 og lik gjennomsnittet på 1990-tallet.
- Lønnsveksten er om lag på et nivå som med en normal produktivetsvekst er forenlig med inflasjonsmålet.
- Den samlede kredittveksten er balansert. Kreditten vokser om lag som den trendmessige veksten i nominelt BNP.
- De relative lønnskostnadene mellom Norge og våre handelspartnere har nærmet seg et langsiktig gjennomsnitt.
- Den nominelle kronkursen er på linje med gjennomsnittet på 1990-tallet.
- Rentenivået er nær nivået hos våre handelspartnere.
- Inflasjonsforventningene er om lag lik inflasjonsmålet.

Slik er det en likevekt i norsk økonomi.

Men den aktuelle inflasjonen er lav, og rentene er lave ute og hjemme. Etervirkningene av den sterke kronen i 2002 trekker prisveksten ned. Samtidig bidrar endret handelsmønster og konjunktorene ute til fall i importprisene, også når de måles ved det norske importører betaler i utenlandsk valuta. I Norge ser skjerpet konkurranse ut til å gi høy produktivetsvekst. Det bidrar trolig til den lave prisveksten.

### Utsikter for norsk økonomi

I fjor sa vi at inflasjonen var kommet ned på et lavt nivå, men vi ventet at den gradvis ville ta seg opp. Vi pekte på usikkerheten i inflasjonsanslaget og muligheten for at inflasjonen ville

holde seg lav. Senere har den falt enda mer. Strukturelle tilpasninger i vare- og tjenestemarkedene kan indikere lav inflasjon også en tid fremover.

Det er god vekst i norsk økonomi. Veksten i fastlandsøkonomien kan i all hovedsak tilskrives økt aktivitet i varehandel, bygg og anlegg og tjenestenæringer. Importen vokser sterkt. Det er utsikter til sterk oppgang i investeringene i olje- og gassvirksomheten også neste år. Sysselsettingen øker, men foreløpig moderat.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Det er alltid usikkerhet om utviklingen i inflasjonen. En svært høy oljepris kan også påvirke kronekursen. Ut fra historiske avvik mellom anslag og faktisk utvikling i KPI-JAE kan vi illustrere usikkerheten rundt anslagene for inflasjonen.

Fallet i verdien av kronen gjennom 2003, det lave rentenivået og god realøkonomisk vekst vil etter hvert bidra til at inflasjonen tiltar. Prisutviklingen de siste månedene har likevel økt risikoen for at inflasjonen blir lav lenger.

Takk for at jeg fikk innlede denne høringen.