

Gjennomføringen av pengepolitikken

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem i Norges Bank, 26. mars 2004

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på Norges Banks beretning og regnskap 2003 og på tidligere foredrag.

Det viktigste bidraget pengepolitikken kan gi til en god økonomisk utvikling på lang sikt er lav og stabil inflasjon. På kortere og mellomlang sikt kan pengepolitikken også bidra til å jevne ut svingningene i produksjon og etterspørsel.

Vi kan velge vårt eget mål for inflasjonen over tid. Vi kan ha lav og stabil inflasjon selv om inflasjonen ute skulle være høy eller svært lav. Det operative målet som Regjeringen har fastlagt for pengepolitikken, er en inflasjon som over tid er nær 2½ prosent. Norges Bank har lagt til grunn at målet er symmetrisk - det er like viktig å unngå for lav som for høy inflasjon.

Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for forventningene om framtidig inflasjon. Det gir et viktig holdepunkt for valg om sparing, investeringer, budsjetter og lønn. Inflasjonsmålet forankrer de langsiktige inflasjonsforventningene.

Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel. Både variasjon i produksjon og sysselsetting og inflasjon tillegges vekt når renten settes. Den fleksible inflasjonsstyringen bygger bro mellom pengepolitikken langsiktige oppgave som er å holde inflasjonen i sjakk, og stabiliseringsoppgaven. Inflasjonsmålet er en ramme og ikke et hinder for at pengepolitikken kan bidra til å jevne ut svingningene i produksjonen.

Normalt vil Norges Bank sette renten med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent to år fram i tid. Det er to grunner til det:

- Det gir som oftest en rimelig avveining mellom på den ene siden å stabilisere inflasjonen og på den andre siden å jevne ut utviklingen i produksjon og sysselsetting.
- Renteendringer påvirker inflasjonen med et tidsetterslep.

Det hadde generelt vært mulig å nå inflasjonsmålet på kortere sikt enn to år ved å endre renten raskere og sterkere. Det ville imidlertid kunne gi kraftigere utslag i produksjon og sysselsetting. Valg av en horisont som er lengre enn to år kan gi vedvarende avvik fra inflasjonsmålet.

I rentesettingen vil hele forløpet for inflasjonen og realøkonomien fremover være med i vurderingene. I situasjoner der sentralbankens prognoser tilsier at inflasjonen på to års sikt er lik målet, men det samtidig er store ledige ressurser, kan det for eksempel være hensiktsmessig å innrette pengepolitikken slik at anslagene for inflasjonen midlertidig kan komme til å overskyte målet noe for å rette opp ubalansene i realøkonomien.

Vi har også gitt uttrykk for at det kan ha betydning for vurderingene av tidshorisonten dersom veksten i den samlede kreditten skulle løpe løpsk og aksjekurser, eiendoms- og boligpriser skulle stige kraftig.

I tilfeller hvor det er risiko for at inflasjonen kan avvike mye fra målet over lengre tid, eller når sterk uro i finansmarkedene eller et forhandlingsdrevet kostnadssjokk tyder på at tilliten til pengepolitikken står i fare, kan det være riktig å endre renten raskt og markert. Med tillit til inflasjonsmålet i finansmarkedene har Norges Bank gjennom pengepolitikken større mulighet enn ellers til også å ivareta hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting. Tilsvarende vil mulighetene øke etter hvert som inflasjonsmålet blir innarbeidet som ankerfeste for lønnsdannelsen.

Vurdering av pengepolitikken

I løpet av 2003 ble renten satt ned med 4,25 prosentenheter. Foliorenten kom ned til 2,25 prosent i desember. Nedsettelsene av renten siden desember 2002 har bidratt til at kronen er svekket. Målt ved en indeks av 44 importland (I-44), svekket kronekursen seg gjennom 2003 med nærmere 11 prosent fra den var på det sterkeste i januar samme år.

I årsberetningen gir vi en vurdering av gjennomføringen av pengepolitikken ved å besvare følgende spørsmål:

- Var inflasjonen i 2003 nær målet på 2½ prosent? Hva var bakgrunnen for eventuelle avvik fra målet?
- I hvilken grad har pengepolitikken i 2003 styrket utsiktene til at inflasjonen to år fram i tid kommer nær inflasjonsmålet?
- Har pengepolitikken bidratt til stabilitet i produksjon og sysselsetting?
- Har pengepolitikken i 2003 understøttet tilliten til at fremtidig inflasjon vil være 2½ prosent?
- Var pengepolitikken i 2003 forutsigbar for aktørene i finansmarkedene?

Vurdering av utviklingen for inflasjon og produksjon

I årene 1998-2002 var norsk økonomi preget av knapphet på arbeidskraft og vesentlig høyere vekst i lønnskostnadene enn hos handelspartnerne. 2002 var det femte året på rad med svært høy årsvekst. Lønnsstigningen var vesentlig høyere enn det som over tid vil være forenlig med inflasjonsmålet og med normal vekst i produktiviteten. Lønnstilleggene var svært ulike for ulike grupper. Det var derfor etter Norges Banks syn stor risiko for nye lønns-lønnsspiraler. Flere runder med slike sterke lønnsøkninger ville kunne føre til betydelig svikt i produksjon og sysselsetting.

Pengepolitikken ble derfor strammet til gjennom en renteøkning i 2002 samtidig som kronen holdt seg sterk. På ett års sikt ville den sterke kronen trekke prisstigningen under 2½ prosent, men deretter ville virkningene av den sterke lønnsveksten veie tyngst. Det var ventet at pengepolitikken kunne bidra til gradvis å dempe presset i den innenlandske økonomien.

Det var således ventet og villet at inflasjonen ville bli lav i 2003. I inflasjonsrapporten i oktober i 2002 var prisstigningen sommeren 2003 anslått å falle ned til 1¾ prosent. Selv på ½ - 1 års sikt er det usikkerhet i prisutviklingen. I det lå det en mulighet for at prisveksten kunne komme enda lavere enn anslått og mer enn ett prosentpoeng under inflasjonsmålet.

Avviket mellom utfall og prognose ble likevel uvanlig stort. Veksten i konsumprisene i Norge avtok vesentlig gjennom 2003. Den underliggende prisstigningen (målt ved KPI-JAE) steg med 1,1 prosent fra 2002 til 2003. Fra og med mai 2003 har tolv månedersveksten i KPI-JAE vært mer enn ett prosentpoeng under målet. Tolv månedersveksten falt til -0,1 prosent i februar 2004.

Det store avviket mellom utfall og prognoser har sammenheng med at økonomien ble utsatt for store uventede forstyrrelser.

Sterkere krone gjennom 2002 bidro til lav prisstigning på importerte varer. En viktig årsak til den sterke kronen var utviklingen ute. Veksten i verdensøkonomien 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. Blant annet negative hendelser som regnskapsskandalene i store amerikanske selskaper, frykt for terror og krig i Irak og spredning av SARS-sykdommen bidro til svak vekst og lav prisstigning i andre land. Utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene og risiko for økte oljepriser bidro også til å styrke kronen.

Samtidig har endret handelsmønster og konjunktorene 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, transport 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.

Under fleksibel inflasjonsstyring skal pengepolitikken bidra til stabilitet både i inflasjon og i produksjon. Norsk økonomi har landet mykt etter den lange perioden med sterk kostnadsøkning i Norge og svak aktivitet ute.

Produksjonsgapet er et mål på forskjellen mellom det faktiske nivået på produksjonen i økonomien og det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid. Produksjonsgapet er ikke direkte observerbart, men må estimeres. En enkel metode er å måle forskjellen mellom den faktiske produksjonen og produksjonskapasiteten. Det er vanlig å legge til grunn at produksjonskapasiteten stiger trendmessig over tid fordi arbeidsstyrken vokser og fordi produktiviteten øker. Trenden kan variere fordi veksten i arbeidsstyrken varierer. Ny teknologi og nye organisasjonsformer kan også påvirke veksten i produktiviteten. Utviklingen i produksjonsgapet gir et utgangspunkt for å vurdere konjunktorene og kan belyse det innenlandske pris- og kostnadspresset i økonomien.

Produksjonsgapet, slik Norges Bank beregner det, viser at kapasitetsutnyttelsen har avtatt fra et høyt nivå og nå er på linje med nivået i årene 1995-1997, før kostnadsveksten tiltok. Produksjonsgapet var bare svakt negativt i 2003.

Lønnsveksten er en direkte indikator på hvordan partene i arbeidslivet vurderer sysselsettingen og knappheten på arbeidskraft. Over tid må reallønnsveksten samsvare med produktivitetsveksten. Er reallønnsveksten høyere enn den underliggende veksten i produktiviteten, vil lønnsomheten i næringslivet svekkes.

Lønnsgapet er definert som forskjellen mellom lønnsveksten i Norge og en lønnsvekst som over tid er forenlig med en stabil økonomisk utvikling. Fra 1990 til 1995 da ledigheten var relativt høy i Norge og den faktiske produksjonen lå under produksjonskapasiteten, var lønnsveksten i Norge lavere enn hos handelspartnerne. Fra 1997 blir lønnsgapet positivt. I denne perioden økte ressursutnyttingen markert. Mot slutten av perioden avtar lønnsgapet i tråd med at ressursutnyttingen nærmer seg et mer opprettholdbart nivå. Det synes å være en nær sammenheng mellom dette lønnsgapet og kapasitetsutnyttelsen i økonomien slik Norges Bank måler den med produksjonsgapet.

Arbeidsledigheten har økt noe i 2002 og 2003, men er likevel vesentlig lavere enn på begynnelsen av 1990-tallet og er nå om lag på nivå med gjennomsnittet for 1990-tallet målt ved antallet registrert ledige og ved AKU. Antallet registrerte ledige og personer på tiltak er lavere enn gjennomsnittet på 1990-tallet. Lønnsveksten på 1990-tallet var i gjennomsnitt 4½ prosent, mens konsumprisveksten i gjennomsnitt var 2½ prosent, på linje med det som nå er inflasjonsmålet.

Likevektsledigheten er et uttrykk for det nivået på arbeidsledigheten som gir en lønnsvekst som er forenlig med en stabil og opprettholdbar økonomisk utvikling. Likevektsledigheten kan derfor endre seg over tid, og vil avhenge blant annet av evnen til omstillinger i arbeidsmarkedet og av lønnsdannelsen. Vi har ingen fast oppfatning om hva nivået på likevektsledigheten er på ethvert tidspunkt.

Sysselsettingsfrekvensen, det vil si sysselsettingen som andel av befolkningen i arbeidsdyktig alder, har vist en stigende trend helt siden tidlig på 1970 tallet. Det har først og fremst sammenheng med økt yrkesdeltaking blant kvinner. Frekvensen varierer gjerne med konjunktursyklusen og er høyere enn normalt i en høykonjunktur. Sysselsettingsfrekvensen lå over en lineær trend fra 1996 fram til 2003.

Kredittveksten er en indikator på publikums etterspørsel som i en likevekt kanskje kan antas å vokse om lag i takt med nominelt BNP. Dersom vi tar utgangspunkt i at BNP for fastlandsøkonomien vokser trendmessig med opp mot 2½ prosent reelt og med en prisstigning lik inflasjonsmålet, kan kredittveksten være rundt 5 prosent.

Den underliggende veksten i publikums kreditt fra innenlandske kilder (K2) har falt jevnt fra 9 prosent ved inngangen til 2003, til 7,1 prosent ved utgangen av året. Tolvmånedersveksten i publikums samlede bruttogjeld unntatt oljevirkosomhet og utenriks sjøfart (K3 Fastlands-Norge) falt fra 7,3 prosent i desember 2002 til 5,2 prosent i desember 2003. Utviklingen i den samlede kredittveksten tyder derfor ikke på sterkt press. Utviklingen i kreditten gir

likevel tvetydige signaler. Husholdningenes lånevekst har vært sterk, mens bedriftene har bygget ned sin gjeld.

Har pengepolitikken i 2003 styrket utsiktene til at inflasjonen to år fram i tid kommer nær inflasjonsmålet?

Lettelsene i pengepolitikken har tatt sikte på å bringe inflasjonen opp mot målet på 2½ prosent. I en periode fremover vil den underliggende prisveksten likevel være lavere enn inflasjonsmålet. Perioden med sterk kronkurs i 2002 og tidlig i 2003 vil fortsatt bidra til lav prisvekst på importerte varer og tjenester. Det er fortsatt utsikter til lav prisstigning ute.

Lønnstilleggene i lønnsoppgjøret i 2003 ble lavere enn det Norges Bank hadde anslått. Bruddet med den særnorske høye lønnsveksten i 1998-2002 må ses på bakgrunn av tilstramningen i pengepolitikken i 2002 og svak utvikling i internasjonal økonomi. Det har trolig også hatt vesentlig betydning at det dyre lønnsoppgjøret i 2002 fikk sterke negative virkninger på økonomien og aktiviteten i offentlige virksomheter og at det ble trukket på disse erfaringene i lønnsoppgjøret i 2003. I mange tjenesteytende næringer har muligheten for å velte økte lønnskostnader over på priser trolig vært mer begrenset enn før.

Konsumprisveksten var ventet å ligge godt under målet i 2003, men som omtalt tidligere, kom tolv månedersveksten i inflasjonen under 1 prosent sommeren 2003. Uten vesentlige lettelser i pengepolitikken ville inflasjonen kunne bli for lav for lenge. Det ville i sin tur kunne lede til forventninger om fortsatt svært lav inflasjon. I en slik situasjon kan det også bli mer krevende å øke aktiviteten i økonomien. Hovedstyret vurderte det derfor som riktig å redusere renten vesentlig. Likevel falt prisstigningen ytterligere til 0,4 prosent i desember 2003 og -0,1 prosent i februar 2004.

Lettelsene i pengepolitikken gjennom 2003 gjenspeilte også at virkningen av reduksjonen i renten syntes å bli mindre enn antatt. Virkningen på valutakursen ble dempet av at rentene ble holdt lave eller satt ned i andre land.

I vurderingen av inflasjonsutsiktene må det legges vekt på at den lave prisveksten i hovedsak kan tilskrives utviklingen i prisene på importerte konsumvarer og norsk-produserte varer som selges i konkurranse med utenlandske varer. Veksten i prisene på andre norskproduserte varer og tjenester har i større grad holdt seg oppe. Dersom prisetallet på importerte konsumvarer særlig kan tilskrives den sterke kronkursen i 2002 og tidlig i 2003, trekker det i retning av at mye av fallet i prisveksten vil være midlertidig. På enkelte importerte konsumvarer har vi imidlertid sett at det er en nedadgående trend i prisene som følge av endringer i handelsmønsteret. Dette vil kunne fortsette å bidra til lav prisvekst fremover. Som nevnt har økt konkurranse også økt produktiviteten og redusert prisstigningen på norskproduserte varer og tjenester.

I Inflasjonsrapport 1/04 som ble lagt fram den 11. mars 2004, ble utsiktene for inflasjonen vurdert. Med en forutsetning om at renten og valutakursen utvikler seg som forventet i terminmarkedet, tyder anslagene i inflasjonsrapporten på at prisstigningen kommer nær inflasjonsmålet innen to år. Inflasjonen vil ta seg vesentlig opp i løpet av dette året. På kort sikt vil virkningen særlig komme ved at virkningen av appresieringen gradvis tømmes ut. Kronen har nå vendt tilbake, slik at virkningen av appresieringen kan bli reversert. På noe

lengre sikt vil reduksjonene i renten også bidra gjennom sterkere etterspørsel i Norge. Samlet sett kan lettelsene i pengepolitikken i 2003 gi et vesentlig bidrag til å bringe inflasjonen tilbake til målet. Samtidig venter Norges Bank at aktiviteten internasjonalt fortsetter å øke, og at prisstigningen ute tar seg noe opp.

Tillit og forutsigbarhet

Med tillit til inflasjonsmålet kan pengepolitikken i større grad jevne ut svingninger i økonomien. Forventninger om prisveksten i Norge fremover gir en indikasjon på om det er tillit til at inflasjonsmålet nås.

Spørreundersøkelsen fra TNS Gallup fra 1. kvartal i 2004 viser at forventet inflasjon om to år gjennomgående er i underkant av inflasjonsmålet på 2½ prosent. Analytikere, akademikere og arbeidsgiverorganisasjonene har gjennom det siste året nedjustert sine forventninger noe om inflasjonen om to år. Disse gruppernes forventninger om inflasjonen fem år fram i tid har imidlertid ligget stabilt rundt inflasjonsmålet. Inflasjonsforventningene til arbeidstakerorganisasjonene ser ut til å svinge nokså mye fra en undersøkelse til den neste.

Consensus Forecasts Inc. gir en månedlig oversikt over ulike institusjoners prognoser for konsumprisveksten i Norge. Anslagene gis for inntil to år fremover. I undersøkelsen i februar var det gjennomsnittlige anslaget for 2004 og 2005 på henholdsvis 1,2 prosent og 2,3 prosent. Det lave anslaget for 2004 må ses i sammenheng med forløpet for strømprisene. To ganger i året, i oktober og april, publiseres anslag med lengre tidshorisonter. Anslagene som ble gitt i oktober 2003, viste at prisstigningen var forventet å ta seg opp. Både på 5- og 10-års sikt var prisstigningen anslått til 2,4 prosent. Dette var 0,1 prosent lavere enn i oktober 2002.

Differansen mellom terminrentene i Norge og Tyskland kan også gi en indikasjon på utviklingen i prisforventningene i Norge. Inflasjonsmålet for Norge kan være noe høyere enn i euroområdet.¹ I euroområdet er de langsiktige forventningene til inflasjonen så vidt under 2 prosent.² Med tillit til inflasjonsmålet bør terminrentene i Norge derfor ligge noe høyere enn i Tyskland. Forskjellene mellom terminrentene gjenspeiler dessuten premier for forskjeller i likviditet i det norske og det tyske markedet. Differansen mellom norske og tyske langsiktige terminrenter lå i underkant av 1 prosentpoeng i 2002 og falt noe i 2003. Samlet sett tyder prisingen i rentemarkedet så langt på at det er tillit til at inflasjonsmålet vil nås.

Basert på informasjon fra forventningsundersøkelser og langsiktige renter er det tegn til at det forventes lavere inflasjon enn 2½ prosent det nærmeste året. Forventningene lengre fram i tid ser ikke ut til å avvike vesentlig fra inflasjonsmålet. Lettelsene i pengepolitikken i år har bidratt til at forventningene om en fremtidig inflasjon rundt inflasjonsmålet har vært relativt stabile.

De gjennomsnittlige utslagene i de norske markedrentene var relativt store ved rentemøtene i 2002 sammenliknet med andre land med inflasjonsstyring. I 2003 var utslagene betydelig lavere. Vedtakene på rentemøtene var derfor noe mer forutsigbar for aktørene.

Avslutning

Det er ikke bare Norge som opplever kraftige fall i inflasjonen. I Sverige har den underliggende inflasjonen falt kraftig de siste månedene til 0,1 prosent. Utenom energipriser er den underliggende prisstigningen 0,7 prosent i Sverige. Også i Finland og Danmark er inflasjonen på veg ned. Prisfall på importvarer trekker prisene ned, men også høy produktivtetsvekst kan ha bidratt.

Inflasjonen har avtatt også i USA og euroområdet, men i euroområdet er utslagene mindre markert enn i Skandinavia.

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

Produksjonen er tilbake på trenden. Sysselsettingen er tilbake på trenden. Arbeidsledigheten er som i 1996 og lik gjennomsnittet på 1990-tallet. Lønnsveksten er på et nivå som med en normal produktivtetsvekst er forenelig med stabil konkurranseevne over tid. Den samlede kredittveksten er balansert. Kreditten vokser om lag som den trendmessige veksten i nominelt BNP. De relative lønnskostnadene mellom Norge og våre handelspartnere er nå tilbake på et langsiktig gjennomsnitt. Den nominelle kronkursen målt ved I-44 er på linje med gjennomsnittet på 1990-tallet. Rentenivået er på linje med nivået hos våre handelspartnere. Inflasjonsforventningene er om lag lik inflasjonsmålet.

Slik er det en likevekt i norsk økonomi akkurat nå.

Men inflasjonen er lav. Eftervirkningene 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 produktivtetsvekst. Det bidrar trolig til den lave prisveksten.

Vi venter imidlertid at inflasjonen vil ta seg vesentlig opp i løpet av dette året. På kort sikt vil virkningen særlig komme ved at effekten av at appresieringen gradvis tømmes ut. På noe lengre sikt vil rentereduksjonene også bidra gjennom sterkere etterspørsel i Norge.

Men norsk økonomi står ovenfor flere utfordringer.

Det kan ta tid før rentene ute blir økt vesentlig. Vi har erfart at kronen tidvis blir sterkt påvirket av utviklingen i forskjellen mellom rentene ute og hjemme, og det må vi ta hensyn til i vår rentesetting. Men temaene i valutamarkedene kan skifte. Virkningen på kursen av endringer i renten kan bli dempet.

Boligprisene og utviklingen i kreditt til husholdninger påvirker forbruk og boliginvesteringer. Disse indirekte virkningene søker vi å ta hensyn til når vi setter nivået på renten.

Kraftig vekst i formuespriser og oppbygging av gjeld kan være en risiko for den økonomiske stabiliteten. Men nå er det bare husholdningene som har en sterk gjeldsvekst. Foretakene låner lite. Boligprisene ser ut til å ta seg opp. Men prisene på kontorlokaler er stabile. Vi har begrenset mulighet til å bremse de strukturelle endringene som skjer når husholdningene

øker sin gjeld over flere år for å investere i boliger og andre eiendommer og aktiva. Renten kan brukes for å redusere etterspørselen etter lån. I dag - med 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.

Fallet i verdien av kronen det siste året har styrket norsk næringsliv. Men næringslivet bærer fortsatt med seg virkningene av kraftig vekst i lønnskostnadene over flere år. De relative lønnskostnadene målt i felles valuta er på linje med nivået i 1990, men om lag ti prosent høyere enn på midten av 1990-tallet. Det har skjedd en avskalling i det konkurransutsatte næringslivet. De bedriftene som nå er i drift, kan være i bedre stand til å bære det høye lønnsnivået. Likevel kan kostnadene hemme aktivitet og sysselsetting.

Takk for at dere ville høre på.

Fotnoter

¹ Det norske målet for inflasjonen er knyttet til konsumprisindeksen, mens ECB følger den harmoniserte konsumprisindeksen (HICP). På norske data har stigningen i den harmoniserte indeksen vært noe lavere enn konsumprisindeksen.

² Se ECBs «Monthly Bulletin», januar 2004.