

Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Innledning til høring i Stortingets finanskomite, Oslo, 1. desember 2003

Det tas forbehold om endringer under fremføringen.

Innledningen bygger blant annet på vurderingene gitt i "Beretningen om pengepolitikken 2003 - de første åtte månedene" og Inflasjonsrapport 3/2003.

Jeg vil gjerne takke for at Norges Bank for første gang er blitt kalt til Stortingets finanskomite for å gjøre rede for og svare på spørsmål om pengepolitikken i forbindelse med behandlingen av regjeringens kredittmelding.

Mandatet

Det operative målet som Regjeringen har fastlagt for pengepolitikken, er en inflasjon som over tid er nær 2½ prosent. 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. Husholdninger, bedrifter, offentlige virksomheter, lønnstakere og arbeidsgivere kan legge til grunn at prisstigningen i Norge over tid vil være 2½ prosent.

Vi har en svært åpen økonomi med frie kapitalbevegelser. Kronekursen svinger fra dag til dag. Vi har ikke virkemidler til å finstyre kronen. Stabile inflasjonsforventninger kan likevel bidra til å stabilisere valutakursen. Stabilitet i valutakursen og i valutakursforventningene over tid fordrer stabile inflasjonsforventninger, som igjen krever at inflasjonen er lav og stabil.

Norges Bank setter renten slik at framtidig inflasjon skal være lik inflasjonsmålet på 2½ prosent. Hvis etterspørselen etter varer og tjenester er høy og det er mangel på arbeidskraft, vil det normalt være utsikter til høyere inflasjon. Når renten settes opp, blir etterspørselen dempet, og inflasjonen holdes i sjakk. Hvis etterspørselen er liten og arbeidsledigheten øker, vil det være utsikter til lavere inflasjon. Da settes renten ned. Inflasjonsmålet er derfor en ramme, ikke et hinder, for at pengepolitikken vil bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Dette formålet kommer også til uttrykk i forskriften for pengepolitikken.

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:

- Renteendringer påvirker inflasjonen med et tidsetterslep.
- 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.

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.

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

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.

Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i produksjon og sysselsetting og inflasjon tillegges vekt.

Hvordan virker renteendringer?

Norges Banks virkemiddel er renten. Norges Banks styringsrente påvirker de kortsiktige pengemarkedsrentene, og forventningene om den framtidige utviklingen i styringsrenten er avgjørende for bankenes innskudds- og utlånsrenter og renten i obligasjonsmarkedet. Det kan være hensiktsmessig å skille mellom tre kanaler pengepolitikken virker gjennom:

- Etterspørselskanalen
- Valutakurskanalen
- Forventningskanalen

Virkingen av en renteendring på inflasjonen kommer med et tidsetterslep, og effekten kan variere i styrke. I løpet av den tiden det tar for en endring i renten å få virke, vil også andre forhold slå ut i endringer i inflasjon og produksjon. Vi kan ikke regne med at de ulike sammenhengene er helt stabile.

Når renten går ned, vil det være en tendens til at forbruket og investeringene i husholdninger og kommuner tar seg opp. Det skyldes at de får mer penger til overs når gjelden er betjent, og at det blir billigere å låne. Bedriftenes økonomi styrkes, og de kan bli mer interessert i å investere. Økt etterspørsel fører til større produksjon og sysselsetting. Lønnsveksten kan ta seg opp. Sammen med økte marginer i bedriftene vil det gi sterkere prisvekst.

Effekten av renteendringer kan forsterkes fordi renten også påvirker kronekursen. Med lavere renter vil flere låne og færre plassere i norske kroner. Normalt vil derfor en lavere rente føre til en svakere krone. Importerte varer blir da dyrere, og inflasjonen tiltar. I tillegg fører en svakere krone til økt eksport og bedre lønnsomhet i norsk næringsliv. Virkingen av renten på kronekursen vil variere med skiftende temaer og stemninger i valutamarkedet.

Vi tror forventninger spiller en viktig rolle når priser og lønninger settes. Og ikke minst i valutamarkedet har forventningene om framtidig prisvekst og stabilitet i økonomien vesentlig betydning. Forventninger om prisveksten framover påvirker også lønnskravene og virker inn når bedriftene justerer prisene. Det kan være vanskelig å danne seg en oppfatning av hvordan forventningene blir til. Tillit til inflasjonsmålet kan gi et ankerfeste. Også den inflasjonen vi har bak oss, kan prege hva vi tror om framtidig inflasjon. Det gir en vekselvirkning mellom inflasjonsforventningene og inflasjonen.

Er det tillit til pengepolitikken, vil forventet prisvekst være lik eller nær inflasjonsmålet. Dette bidrar til å stabilisere inflasjonen rundt målet. Forventningskanalen bidrar således til å forsterke virkningene av pengepolitikken. Derfor legger vi stor vekt på at husholdninger, bedrifter, partene i arbeidslivet og de som handler i finansielle markeder, skal ha tillit til at inflasjonen blir lav og stabil.

På spørsmålet om hvor høy prisstigning de forventer svarer bedrifter, partene i arbeidslivet og andre at de venter 2½ prosent over tid. Aktørene i finansmarkedene forventer også at inflasjonen framover vil være 2½ prosent. Det framgår av utviklingen i de langsiktige obligasjonsrentene. Dette tyder på at pengepolitikken har understøttet tilliten til at framtidig inflasjon vil være 2½ prosent.

Konsumprisutviklingen

På 1970-tallet og 1980-tallet var det store svingninger i norsk økonomi. Den økonomiske utviklingen ble preget av høy og variabel inflasjon. Fastkurspolitikken fra 1986 gjenreiste pengepolitikken og la grunnlag for en mer stabil økonomisk utvikling senere. Inflasjonen avtok gradvis fra slutten av 1980-tallet og har siden vært i gjennomsnitt rundt 2½ prosent. En lengre periode med lav og stabil inflasjon har trolig bidratt til å forankre inflasjonsforventningene.

Da regjeringen innførte den fleksible inflasjonsstyringen, satte den et mål for den underliggende prisveksten på 2½ prosent over tid¹.

De siste 12 månedene har den underliggende inflasjonen avtatt, og den er nå vesentlig lavere enn inflasjonsmålet.

Stabilisering av utviklingen i produksjon og sysselsetting

Det følger av mandatet at det er et formål å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Økonomien vokser over tid. Produksjonen beveger seg i bølger. Produksjonen vil vekselvis ligge over og under den langsiktige trenden. Avviket mellom trenden og faktisk produksjon kaller vi produksjonsgapet. Å stabilisere utviklingen i produksjonen vil si å søke å holde den faktiske produksjonen nær trenden.

Vi har hatt tydelige konjunkturbølger i norsk økonomi. Lavkonjunktoren på begynnelsen av 1990-tallet ble avløst av en oppgang fra 1993. Denne oppgangen nådde toppen i 1998. Deretter gikk økonomien over fra en oppgangskonjunktur med høye vekstrater til en høykonjunktur med lavere vekst, men med lav arbeidsledighet, mangel på arbeidskraft i mange sektorer og høy vekst i lønnskostnadene.

De siste årene har kapasitetsutnyttelsen avtatt fra et høyt nivå og er nå på linje med nivået i årene 1995-1997, før kostnadsveksten tiltok.

Konsumprisveksten i 2003 og bakgrunnen for avviket fra målet

Norsk økonomi var i årene 1998-2002 preget av stor knapphet på arbeidskraft og vesentlig høyere lønnskostnadsvekst enn hos handelspartnerne. Fjoråret 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 svikt i produksjon og sysselsetting.

Pengepolitikken ble derfor strammet til gjennom en renteøkning i fjor sommer 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. Norges Banks hovedstyre avveide i fjor hensynet til en jevn utvikling i inflasjonen på kort sikt og hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Det var således ventet og villet at inflasjonen ville bli lav i 2003. I inflasjonsrapporten i oktober i fjor var prisstigningen sommeren 2003 anslått å falle ned til 1¼ 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. Fra og med mai har den underliggende prisstigningen (målt ved KPI-JAE) vært mer enn ett prosentpoeng under målet. Gjennomsnittlig underliggende prisvekst i 2003 anslås nå til 1¼ prosent. Avviket mellom utfall og prognose ble derfor likevel uvanlig stort. Dette gjenspeiler i stor grad at økonomien ble utsatt for store uforutsette forstyrrelser.

Inflasjonen gjennom 2003 er særlig trukket ned av prisfall på importerte konsumvarer. Den lave importerte prisveksten skyldes at kronen styrket seg gjennom fjoråret og at prisveksten i utlandet er lav. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har også avtatt noe. Dette gjelder spesielt prisene på norskproduserte varer påvirket av verdensmarkedsprisene.

Svakere konjunkturer enn ventet i 2003

Kronen ble i fjor høst og rundt årsskiftet sterkere enn lagt til grunn i våre prognoser. Dette hadde sammenheng med uventet svak utvikling i internasjonal økonomi som førte til lavere renter ute og økt rentedifferanse mellom Norge og utlandet. Blant annet negative hendelser som regnskapsskandalene i store amerikanske selskaper, frykt for terror, 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.

Endringene i de økonomiske utsiktene ute kommer til uttrykk i utviklingen i forventningene om den framtidige renten. I USA er renteforventningene justert betydelig ned siden sommeren 2002. Det samme gjelder for Europa. Utviklingen i renteforventningene gjenspeiler at verdensøkonomien var i ulage.

Situasjonen har endret seg noe siden i sommer. Det ventes nå litt raskere renteoppgang ute.

Svingninger i valutakursen og lettelser i pengepolitikken

Utviklingen i renten i andre land har fått vesentlig betydning for hvordan vår rentesetting har virket. Den økte renteforskjellen mot utlandet kan forklare omlag 40 prosent av kronestyrkingen fra mai 2000 til januar 2003. Etter at aksjeboblen sprakk i 2000, gikk kapital ut av aksjer og inn i rentepapirer, noe som fikk betydning for kapitalstrømmer og valutakursbevegelser. Dette temaskiftet kan forklare 55 prosent av styrkingen av kronen. En tredje årsak kan ha vært høy oljepris og frykt for at krig og terror skulle ramme oljeforsyningen².

Samtidig som veksten i norsk økonomi stoppet opp sist vinter har lønnsveksten avtatt raskere enn antatt. Dette har hatt vesentlig betydning for inflasjonsutsiktene. Renten er blitt satt ned med 4,5 prosentenheter, og kronen har svekket seg med om lag 10 prosent.

Reduksjonen i renten i år vil gi et vesentlig bidrag til å bringe inflasjonen tilbake til målet. På kort sikt vil virkningene særlig komme gjennom svakere krone. På noe lengre sikt vil fallet i renten også føre til høyere prisstigning enn ellers gjennom sterkere etterspørsel i Norge.

Inflasjonen tilbake på målet på to års sikt

Vi venter nå at inflasjonen vil tilta og stabilisere seg rundt inflasjonsmålet på to års sikt. Produksjon og sysselsetting tar seg opp. I våre prognoser er kapasitetsutnyttningen stabil med et produksjonsgap, slik vi beregner det, nær null³.

Usikkerheten i inflasjonsanslaget

Prognoser er usikre. Erfaringene med usikkerhet i inflasjonsanslag kan tilsi at når pengepolitikken innrettes mot å nå målet på 2½ prosent, vil inflasjonen i fire av fem år holde seg innenfor et intervall på +/- 1 prosentpoeng rundt målet. Det samsvarer med erfaringene fra andre land med inflasjonsstyring. Men merk at denne treffsikkerheten bygger på erfaringer fra en periode preget av stabil inflasjon i OECD-landene.

Reduksjonen i rentenivået og fallet i kronkursen tilsier at inflasjonen gradvis tar seg opp og blir klart høyere allerede neste vår. Etter en periode med svært lav inflasjon som vi nå har hatt, er det riktig å være særlig aktpågivende i pengepolitikken for det tilfellet at inflasjonen ikke tiltar som ventet.

Sysselsettingsandelen tilbake på trenden

Som nevnt er utviklingen i produksjonsgapet et mål på stabiliteten i produksjonen.

Svingninger i produksjonen gjenspeiles også i utviklingen i andelen av befolkningen i arbeidsdyktig alder som er sysselsatt. Sysselsettingsandelen har vist en stigende trend helt siden tidlig på 1970-tallet. Siden 1996 har andelen vært høyere enn trenden. I år ser det ut til at sysselsettingsandelen blir om lag lik trenden.

Valutakursen svinger

Svingningene i kronen har tiltatt siden 1996 og er nå mer på linje med svingningene i valutaene til andre små økonomier med flytende kurs. Siden 1997 har kronen svingt mellom 9,24 og 7,22 kroner per euro/ecu.

Det er ikke satt et bestemt mål for nivået på kronekursen. Utviklingen i kronen har selvsagt likevel betydning når renten blir fastsatt fordi den påvirker prisstigningen og aktivitetsutviklingen. Reaksjonen på en endring i valutakursen vil avhenge av hvordan endringen vurderes å påvirke inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen. Det krever en vurdering av årsaken til endringen og hvor varig den vil være. Helt kortsiktige svingninger i kronekursen vil trolig i liten grad påvirke den økonomiske utviklingen, mens mer varige endringer kan få betydning. Det er imidlertid vanskelig å fastslå om kursbevegelser er permanente eller midlertidige.

Langsiktig sammenheng mellom valutakurs og priser

På 1980-tallet var prisveksten i Norge vesentlig høyere enn hos handelspartnerne. Regnet i felles valuta er prisnivået høyt, men det har holdt seg nokså stabilt i forhold til handelspartnerne over tid. Forholdet mellom norske og utenlandske priser i dag, regnet om til samme valuta, er ikke vesentlig forskjellig fra gjennomsnittet de siste 30 årene.

Det er funnet støtte for at valutakursen vil bidra til å utlikne endringer i prisforholdet⁴. Når inflasjonen i Norge over en tid har vært høyere enn hos handelspartnerne, har kronekursen hatt en tendens til å svekke seg. Når det er forventninger til at prisstigningen i Norge utvikler seg om lag som i andre land, vil også valutakursen normalt vende tilbake når den i perioder har vært særlig sterk eller særlig svak. Det er denne sammenhengen som begrunner at stabilitet i valutakursen og i valutakursforventningene over tid fordrer stabile inflasjonsforventninger, som igjen krever at inflasjonen er lav og stabil. Erfaringene peker i retning av at et inflasjonsmål gir et godt ankerfeste for forventningene til valutakursen. Men forventningene vil også avhenge av grunnleggende forhold som utviklingen i offentlige utgifter og inntekter, produktivitetsutviklingen, oljeprisen og det øvrige bytteforholdet mellom eksport- og importprodukter.

Konkurranssevnen svekket etter flere år med høy lønnsvekst

Høy lønnsvekst over flere år har svekket næringslivets konkurransevne overfor utlandet. Gjennom fjoråret ble virkningene av den høye lønnsveksten forsterket av utviklingen i norske kroner. Selv om kronekursen har svekket seg i år, er konkurransevnen til norske næringer fortsatt temmelig svak. Kronekursen er nå tilbake rundt nivået den hadde på midten av 1990-tallet, mens lønnskostnadene i industrien i den samme perioden steg 13 prosent⁵ mer enn hos handelspartnerne.

Utviklingen i kronen viste seg å være reversibel, men det tapet av konkurransevne og arbeidsplasser som skyldes den særnorske lønnsveksten, er vanskelig å hente inn. En vesentlig ytterligere bedring av konkurransevnen forutsetter trolig at økningen i reallønningene i en periode er lavere enn veksten i produktiviteten i bedriftene.

Erfaringsmessig skjer det i perioder med ledige ressurser i økonomien. Det gjenspeiler også at utviklingen i konkurranseevnen over tid avhenger av realøkonomiske faktorer og av trekk ved lønnsdannelsen og ikke kan styres av pengepolitikken. Men ved fleksibel inflasjonsstyring kan partene i arbeidslivet normalt påregne større uttelling av lav lønnsvekst på konkurranseevnen fordi det kan føre til svakere krone.

Utsiktene for konkurranseutsatt næringsliv er etter Norges Banks vurdering bedre nå enn slik de fortonet seg for ett år siden fordi kostnadsveksten har avtatt markert.

Som nevnt har fallet i lønnsveksten betydd mye for at vi har kunnet sette renten ned mot et internasjonalt rentenivå. Vi regner med at inflasjonen vil ta seg opp i første halvår neste år. Produksjonen og sysselsettingen vil trolig vokse noe mer enn trenden.

Takk igjen for at jeg fikk redegjøre.

Fotnoter

¹Et mål på den underliggende inflasjonen er veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE).

²Disse estimatene er beheftet med usikkerhet og må derfor tolkes med varsomhet. Analysen av utviklingen i valutakursen fra mai 2000 og til januar 2003 er nærmere omtalt i Bjørn Naug (2003): "Faktorer bak utviklingen i kronkursen - en empirisk analyse" i Norges Banks skriftserie nr 31.

³Disse anslagene er nærmere omtalt i Inflasjonsrapport 3/2003 fra Norges Bank. Analysene er basert på en beregningsmessig forutsetning hvor det er lagt til grunn en renteutvikling framover i tråd med forventningene i finans- og valutamarkedet. Etter disse skulle renten bli liggende på dagens nivå godt inn i 2004. Deretter innebærer forutsetningen at norske renter stiger gradvis i takt med utenlandske renter. Når kronen følger terminkursen gir det samtidig en moderat svekkelse av kronen gjennom prognoseperioden.

⁴Q. Farooq Akram (2003): "Reelle likevektsvalutakurser for Norge" i Norges Banks skriftserie nr 31.

⁵Lønnstall for handelspartnerne er revidert etter publiseringen av "Beretning om pengepolitikken 2003 - de første åtte månedene".