

Ett år med inflasjonsmål

Sentralbanksjef Svein Gjedrem Senter for forskning i monetær økonomi/BI 10. juni 2002.

Foredraget er basert på opplysninger gitt i Norges Banks Inflasjonsrapport 1/2002 og tidligere foredrag.

Med forbehold om endringer under fremføringen

Norge har nå hatt drøyt ett år med inflasjonsmål. Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Etter hvert som tiden går vil vi høste erfaringer med inflasjonsstyring. Ett år er kort. Prisstigningen det siste året er også et resultat av pengepolitikken før inflasjonsmålet ble innført. Det kan også være interessant å se på erfaringer fra andre land med inflasjonsmål.

Forrige gang jeg holdt foredrag her ved CME var tittelen "Pengepolitikk, prognoser og markedskommunikasjon". Et tema da var åpenhet og forutsigbarhet i gjennomføringen av pengepolitikken.

En kan definere åpenhet som at den eksterne presentasjonen av beslutningene er i samsvar med den interne beslutningsprosessen.

I en rapport som ble presentert i CEPR (Center for Economic Policy Research) under tittelen "How Do Central Banks Talk?"¹ fremheves at åpenhet bør bidra til at offentligheten forstår og kanskje forutser sentralbankens beslutninger og ser hver og en av dem som en logisk konklusjon i rekken av tidligere og fremtidige beslutninger med den hensikt å nå et klart definert mål.

Et mål på forutsigbarhet kan være bevegelsene i kortsiktige pengemarkedsrenter etter Hovedstyrets møter². Hvis en renteendring i stor grad er ventet, vil den være priset inn i pengemarkedet på forhånd og gi små utslag i markedsrentene når den kommer.

Ser vi 2001 under ett, ventet markedet i hovedsak en mer ekspansiv pengepolitikk enn den som faktisk ble ført. Markedsrentene steg derfor gjennomgående i etterkant av rentemøtene. Ett unntak er desembermøtet der foliorenten ble satt ned med 0,5 prosentpoeng. Markedet hadde i gjennomsnitt ikke ventet en så stor rentenedgang på dette møtet, og enmånedrenten falt med nærmere 0,2 prosentpoeng. Heller ikke analytikerne hadde regnet med en rentereduksjon av denne størrelse. Ved rentemøtene i januar og februar i år ventet både markedsaktørene og analytikerne en reduksjon som da ikke kom.

Slike mønster ger igjen i mange land. I Storbritannia var utslagene relativt store gjennom fjoråret. Dels vil markedsrentene i forkant reflektere at ulike utfall av rentemøtene er mulig. Dessuten kan sentralbanken vurdere den økonomiske utviklingen annerledes enn markedsaktørene. Vi må derfor regne med at det fra tid til annen slår ut i markedsrentene når foliorenten endres eller når sentralbanken offentliggjør et endret syn på inflasjonsutsiktene.

Et annet eksempel er rentenedsettelsen i Sverige på 0,5 prosentpoeng i september, som kom på et møte som ikke var forhåndsannonsert. Men utslagene var generelt små gjennom 2001. Heller ikke i perioden fra 1999 synes utslagene å være særlig store. Det tyder på at renteendringer i stor grad var priset inn før rentemøtene.

Utslagene i den norske enmånedrenten ligger noe over et bredt internasjonalt gjennomsnitt fra 1999. En forklaring kan være at vårt inflasjonsmål er nytt, og at det kan ta noe tid før markedsaktørene og Norges Bank får erfaring med handlemønster og kommunikasjon. En annen mulig årsak er at vi oftest har endret renten med $\frac{1}{2}$ prosentenhet, mens sentralbanker i land med et lavere rentenivå mer hyppig har justert renten med $\frac{1}{4}$ prosentenhet.

Vi kan også danne oss et bilde av hvor forutsigbar pengepolitikken er ved å se på utviklingen i markedets forventninger til fremtidige renter, såkalte FRA-renter. Gjennomgående er det en tendens til at utslagene i markedets forventninger er større enn endringene i Norges Banks foliorente. Ved inngangen til 2001 var det ventet at renten ville falle utover våren. Et halvt års tid senere var renteforventningene høyere enn det som skulle bli utfallet. Fra høsten 2001 er bildet igjen snudd, og renteforventningene lå godt under det som ble utfallet. Etter 11. september var tremånedersrenten lavere enn foliorenten i flere måneder.

I ettertid er det grunn til å tro at store justeringer av pengepolitikken i fjor høst trolig ville ført til en mer ustabil situasjon i norsk økonomi i dag. Det var trolig riktig å se utviklingen an. Mer generelt kan det se ut til at markedet av og til priser inn fremtidige endringer i renten som ikke kommer. Det er imidlertid ikke grunnlag for å si at markedsaktørenes forventninger var gale på det tidspunktet disse FRA-kontraktene ble inngått. Tvert om var det, både i fjor høst og ved andre anledninger, grunn til å frykte virkningene av den internasjonale lavkonjunkturen. Dette ble reflektert i renteforventningene. Da ny informasjon senere viste at risikoen var redusert, ble både markedets forventninger og sentralbankens syn på utviklingen endret. Hyppige endringer i renteforventningene betyr ikke nødvendigvis at markedet er ustabil.

Plansje: [Sitat Woodford³](#)

Å være åpen, med sikte på å ikke overraske markedet, betyr likevel ikke at sentralbanken alltid skal handle for å møte markedets forventninger. Hvis en sentralbank alltid gjør det markedet venter, vil det ikke lenger være noe objektivt anker for finansmarkedets forventninger.

Det er ellers verd å merke seg at renteforventningene har trukket markert opp de siste ukene. Sammen med styrkingen av kronen fører økningen i fremtidsrentene til at de monetære forholdene i økonomien er strammere nå enn tidligere i vinter. Dette kan ses som en automatisk stabilisering i lys av ny informasjon om den økonomiske utviklingen. I den grad endringer i forventningene reflekterer endringer i underliggende reelle forhold i økonomien er det i all hovedsak til det gode. Det gjør pengepolitikken mer effektiv

Når det er tillit til at politikken rettes inn mot å oppnå inflasjonsmålet, vil da nominelle langsiktige terminrenter gjenspeile målet. I tillegg kommer risikopremier knyttet til blant

annet løpetid, likviditet og - eventuelt - langsiktig valutakursrisiko. Med tillit til den økonomiske politikken i Norge bør disse risikopremiene samlet sett ikke være store.

Forskjellen mellom norske og tyske terminrenter økte i løpet av våren og sommeren i fjor. De nye retningslinjene for pengepolitikken bidro trolig til å øke inflasjonsforventningene i Norge, både absolutt og relativt til i Tyskland. Forskjellen mellom norske og tyske langsiktige terminrenter har siden da ligget i området 1- 1¼ prosentpoeng. Det er trolig to årsaker til dette. For det første er inflasjonsmålet i Norge høyere enn i euroområdet. Det fører til forventninger om en tilsvarende forskjell i rentenivået, gitt at realrenten i Norge over tid vil være omtrent like høy som i andre europeiske land. For det andre er det en risikopremie fordi markedet i norske verdipapirer er lite og sårbart for store transaksjoner. De norske langsiktige terminrentene er derfor om lag som vi må vente.

Med vår korte historie er det naturlig også å skjele til andre lands erfaringer med inflasjonsmål. New Zealand fikk sitt inflasjonsmål i begynnelsen av 1990, Canada i 1991, Storbritannia i 1992 og Sverige og Australia i 1993. Erfaringene er gjennomgående positive. Fra begynnelsen av 1990-årene falt inflasjonen, og den har gjennomgående vært lav og stabil gjennom hele 1990-tallet. Målene er stort sett nådd. En innvending kan være at prisstigningen begynte å falle før inflasjonsmålet formelt ble innført, og inflasjonen falt også i land som ikke hadde inflasjonsmål. Mens inflasjonen i disse landene var vesentlig høyere enn i andre OECD-land på 1980-tallet, er den nå om lag som gjennomsnittet. Forskjellen i langsiktige terminrenter mot hovedvalutaene er redusert. Inflasjonstakten har dessuten kommet ned uten større konjunkturutslag enn tidligere.⁴ Litt velvillig kan vi tolke dette slik at landene med inflasjonsmål ser ut til å ha unngått en del av de feilene som ble begått i 1970- og 1980-årene. Det har gitt tillit til pengepolitikken.

Både lokalt og internasjonalt var inflasjonen stort sett på vei ned da disse landene innførte inflasjonsmål rundt 1990. Inflasjonsmålet bidro trolig til å forankre forventningene, slik at prisstigningen lettere kunne bringes ned. I Norge ble inflasjonsmålet innført etter et tiår med lav og stabil inflasjon, men med kimer til økt inflasjon fra et stramt arbeidsmarked og fra en ekspansiv finanspolitikk.

Justert for avgiftsendringer og uten energivarer har veksten i konsumprisene ligget nokså stabilt på rundt 2,5 prosent det siste året. Det er om lag som Norges Bank har anslått. Avvik mellom faktisk og forventet underliggende prisstigning vil normalt ligge innenfor et intervall på +/- 1 prosentpoeng. Veksten i KPI har variert noe mer, blant annet som følge av endringer i strømprisene og i momsen.

Det er viktig at pengepolitikken ikke lettes som følge av de direkte virkningene av nedsettelse i skatter og avgifter eller andre særskilte forstyrrelser. Nedsettelse av skatter og avgifter kan føre til at den samlede prisveksten - målt ved KPI - blir lav i noen måneder. Men prisveksten tar seg opp igjen så snart de direkte virkningene av endringene i skatter og avgifter er uttømt. Derimot vil slike lettelse i skatter og avgifter ha en varig effekt på husholdningenes disponible inntekter. Det er en kime til inflasjon og ustabilitet. Økte inntekter fører til høyere forbruk, økt sysselsetting, høyere lønnsvekst og etter hvert sterkere prisstigning. Når pengepolitikken skal vurderes i ettertid, er det derfor riktig å se på mål for underliggende prisstigning snarere enn utviklingen i samlet KPI.

Den høye veksten i lønnskostnadene er en viktig drivkraft bak prisveksten på varer og tjenester som blir produsert i Norge. Inflasjonen holdes nede av at prisveksten på importvarer har vært nære null de siste par årene. Sterkere kronekurs, økt handel med lavkostnadsland (særlig Kina og Øst-Europa) og nedbygging av tollsatser på klær og skotøy bidrar til å holde importert prisvekst nede.

Lønnsveksten har tradisjonelt tatt seg opp etter en periode med sterk vekst i etterspørselen etter varer og tjenester. Vanligvis har lønningene reagert med et tidsetterslep. Vi ser blant annet at høy etterspørselsvekst i årene 1985-86 og 1996-97 ga høy reallønnsvekst i årene etterpå. Også i 1993-94 var det høy vekst i etterspørselen, men det ga ikke en tilsvarende høy vekst i reallønningene. I denne perioden var det mye ledig kapasitet i norsk økonomi. Reallønnsveksten ser ut til å bli svært høy i 2002, selv om veksten i økonomien er moderat. Det skyldes trolig i stor grad det presset mot ressursene som er bygget opp i økonomien siden 1996.

Vi har et stramt arbeidsmarked og høy nominell lønnsvekst. I andre land har situasjonen vært annen, med svak økonomisk utvikling og avtakende inflasjon. Dette har ført til at styringsrentene internasjonalt er lavere enn i Norge.

Det er tegn til endringer i lønnsdannelsen. Våre erfaringer er oppsummert i de modellene som danner grunnlaget for blant annet Norges Banks inflasjonsanslag. Lønnsveksten har de siste årene vært vesentlig høyere enn det våre modeller tilsier. Det kan være mange årsaker til slike uforklarte avvik. Nasjonalregnskapet er en mulig feilkilde. Vi vil få en indikasjon på hvor stor denne feilen har vært når Statistisk sentralbyrå om få dager offentliggjør sin revisjon av Nasjonalregnskapet. Det er dessuten mulig at avvikene skyldes ren støy i lønnsdannelsen, og at svingningene vil jevne seg ut over tid. Men avviket kan kanskje også forklares med at lønnsdannelsen de siste årene systematisk har gitt høyere lønnsvekst enn det vi tidligere kunne vente.

De fem siste årene har lønnsveksten ligget mellom 5 og 7 prosent, til tross for at lønnsomheten i næringslivet i hvert fall de siste årene er blitt svekket. Det ser heller ikke ut til at en viss oppgang i arbeidsledigheten bidrar til å moderere lønnsveksten. Det er spesielt grunn til å merke seg at lønnsveksten kan se ut til å tilta i en periode med en - riktignok svak - økning i arbeidsledigheten. Årets lønnsoppgjør forsterker inntrykket av endringer i lønnsdannelsen.

I det lange løp må lønningene stå i forhold til de verdiene som skapes av de sysselsatte - arbeidstakernes produktivitet. Veksten i reallønningene bestemmes derfor over tid av utviklingen i arbeidskraftens produktivitet. Produktivitetsveksten i Fastlands-Norge har de siste tyve årene i gjennomsnitt vært 1½ - 2 prosent. Hvis denne veksttakten varer ved, vil en vekst i lønnskostnadene rundt 4 - 4½ prosent på lang sikt være forenlig med inflasjonsmålet. Utviklingen vi har sett i inntektsoppgjørene de siste årene er ikke i samsvar med en slik likevekt.

Til nå har virkningene av den høye lønnsveksten på prisstigningen blitt motvirket av lav importert prisvekst. Men dette er ikke nødvendigvis varig. Verdensøkonomien er trolig på vei ut av bølgedalen. Økningen i importen fra lavkostnadsland, og nedbygging av tollsatser er mer varig, men vil kanskje ikke fortsette i samme tempo som hittil. Kronestyrkingen den siste

tiden virker dempende på prisstigningen og bidrar isolert sett til lav importert prisvekst. Virkningen på prisstigningen er imidlertid trolig størst etter vel ett år.

Målt ved konkurransekursen har kronen styrket seg med over 13 prosent siden sommeren 2000. Siden årsskiftet har kronen styrket seg med over 7 prosent målt på denne måten. Delvis bærer utviklingen preg av gjeninnhenting. Kronen var uvanlig svak gjennom 1999 og fram til sommeren 2000. Ser vi lengre tilbake, avviker dagens kroneverdi ikke så mye fra et historisk normalnivå. For eksempel er kronen i dag rundt 4½ prosent sterkere enn i begynnelsen av 1990-årene. Det kan være mange årsaker til utviklingen i kronekursen. Sammenhengene i valutamarkedet er ustabile. Ofte ligger utviklingstrekk i verdensøkonomien og internasjonale kapitalbevegelser bak endringer i kronekursen. Det kan likevel være grunn til å vurdere drivkreftene bak den siste tidens styrking av kronen nærmere.

Oljefondsmekanismen er svekket fordi staten bruker 23 milliarder kroner innenlands til kjøp av sykehus i stedet for til utenlandsinvesteringer. Det gir et bidrag på 2 milliarder kroner pr måned til høyere overskudd av valuta i det norske valutamarkedet. Det er en midlertidig virkning - vi antar at mer av oljeinntektene blir investert ute neste år.

Det har vært en betydelig oppgang i oljeprisen siden nyttår, og det kan se ut til at den sterke oppgangen har kommet sammen med en styrking av kronekursen. Ser vi de siste par årene under ett, er sammenhengen mellom oljepris og kronekurs mer uklar. Nyere økonomisk forskning⁵ tyder på at særlig en lav oljepris påvirker kronekursen, mens mindre endringer i et normalt oljemarked sjelden har sterke effekter på kursen. Det er likevel mulig at spesielle forhold knyttet til uroen i Midtøsten har virket på kronen den siste tiden. For eksempel kan kronekursen ha blitt påvirket av at internasjonale investorer ønsker å sikre seg mot risikoen for en kraftig oppgang i oljeprisen.

En annen mulig forklaring er at det i markedene for valutaopsjoner for tiden er lave premier for å kurssikre seg mot svingninger mellom de store valutaene. Det tyder på at risikoen for store kortsiktige kurssvingninger vurderes som liten. Siden nyttår har lave opsjonspremier i disse markedene gått sammen med sterkere krone. Det er også en tendens til at flere små valutaer utenfor de store valutaområdene har styrket seg. Også under Russland-krisen i 1998-1999 var utviklingen i disse premiene en viktig faktor⁶. Når risikoen globalt vurderes som liten og internasjonale renter er lave, kan det være mer attraktivt å investere i valutaer med høy rente.

Siden sommeren 1999 har differansen mellom norske og internasjonale renter trolig også vært viktig for utviklingen i kronekursen. En gradvis høyere rentedifferanse har gått sammen med sterkere krone. Økningen i rentedifferansen avspeiler forskjeller i konjunktorene mellom Norge og andre land.

Differansen i tolv månedersrentene har steget kraftig siden nyttår, og ser ut til å føye kronekursutviklingen bedre enn differansen i tremånedersrentene. Lengre renter påvirkes i større grad enn kortsiktige renter av forventninger om den økonomiske utviklingen fremover. Etter nyttår har det vært tegn til at aktørene reagerer på økt press i økonomien ved å justere opp sine renteforventninger på noe lengre sikt. Dette slår ut i renter med

lengre løpetid. Det er mulig at kronekursen styrkes når det er økende knapphet på realressursene i Norge og ledige ressurser blant våre handelspartnere.

Forskjeller i konjunktorene har også tidligere påvirket rentedifferansene mellom ulike land. Historisk er en renteforskjell på 3 prosentpoeng ikke uvanlig, verken for Norge eller for andre land. Fra begynnelsen av 1990-tallet og fram til 2001 har forskjellen i renten til Tyskland for Norge, Sverige og Storbritannia variert mellom -1 og 4 prosentpoeng som årsgjennomsnitt⁷

Den norske kronen var mer stabil på 1990-tallet enn valutakursen for andre små åpne økonomier som Canada, Sverige og Storbritannia. Det siste halve året har bevegelsen i kronekursen lignet mer på bevegelser de andre landene har hatt i sine valutaer. Kronen flyter, og kronens verdi svinger periodevis som valutaene til andre små åpne økonomier.

Det er mulig at forventningene om den økonomiske utviklingen i Norge nå spiller en større rolle for kurs- og rentedannelsen. Hvis markedsaktørene venter en innstramning i pengepolitikken, kan det i seg selv føre til at kronekursen styrker seg. Det kan bety at reaksjonsmønsteret for kronen er endret. Mens vi tidligere så en tendens til svakere krone etter kostbare lønnsoppgjør, har kronen nå styrket seg. Styrkingen av kronen virker som en automatisk stabilisator på prisstigningen. Når kronekursen styrker seg, blir også de monetære forholdene samlet sett strammet til.

En viktig grunn til å være åpen om reaksjonsmønsteret i pengepolitikken er, som nevnte, at pengepolitikken da blir mer effektiv. Det har vi fått illustrert denne våren. De monetære forholdene er blitt strammere selv om Norges Bank bare har varslet et endret syn på utsiktene. Inntektsoppgjøret viser at det var på tide med en innstramning.

Pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, herunder også bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Det beste bidraget pengepolitikken kan gi til stabile forventninger om kursutviklingen, er å sikte mot å oppfylle det operative målet om lav og stabil inflasjon. Vi må imidlertid også framover være forberedt på svingninger i verdien av vår valuta som er mer på linje med de svingningene vi har sett i andre land. Valutakursen vil variere på kort sikt.

Et annet forhold er at terminkursene sier at kronen vil depresiere. Det reflekterer at det er den positive rentedifferansen som holder kroneverdien oppe. Terminkursen treffer erfaringsmessig ikke særlig godt som prognose på utviklingen i spotkursen. Den viser likevel at dagens kurs er forenelig med en langsiktig likevektkurs om lag på det nivået vi har hatt tidligere.

Utviklingen i den nominelle kursen kan også vurderes i lys av utviklingen i den reelle valutakursen. Andre land, som Sverige, Australia og Canada har opplevd en trendmessig svekkelse av realkursen. Dels reflekterer det trolig at disse landene produserer varer som er blitt mindre verd på verdensmarkedet, dels kan det reflektere at de har hatt lavere vekst i sin produktivitet enn noen andre land. I andre land, blant annet Storbritannia, kan det se ut til at realkursen varig har lagt seg på et høyere leie.

Vi har historisk ikke sett tegn til en slik utvikling i norsk økonomi. Det ser vi klarest når vi sammenlikner med tysk økonomi. I løpet av femten år, fra 1973 til 1988, steg konsumprisene dobbelt så mye som i Tyskland. I den samme perioden ble verdien av kronen nesten halvert mot tyske mark. Over tid har forholdet mellom tyske og norske priser holdt seg nokså stabilt målt i felles valuta. Det kan tyde på at kjøpekraftsparitet mot andre europeiske land slår gjennom over tid. Nyere forskning gir også støtte til denne hypotesen.⁸

Norges effektive realvalutakurs har svingt rundt et relativt stabilt nivå de siste tretti årene. Gjennomgående reflekterer disse svingningene forskjeller i konjunktorene. Når det er press på realressursene i økonomien, svekkes konkurransevnen og realkursen øker. Når det er ledige ressurser, styrkes konkurransevnen og realkursen faller. De siste årene har presset i norsk økonomi vært markert sterkere enn i andre land. Vi ser at realkursen er sterkere nå enn det historiske gjennomsnittet. Den er også nær nivåer vi ikke har sett tidligere.

Den økonomiske politikken i Norge bygger på handlingsregler for finanspolitikken og pengepolitikken. Handlingsregelen for finanspolitikken sier at bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet skal svare til den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil inflasjon.

Mesteparten av innfasingen av oljeinntektene kommer i de neste ti årene. Med en avkastning av oljefondet på 4 prosent vil bruken av oljeinntektene øke til nærmere 5 prosent av BNP for Fastlands-Norge i 2010.

Handlingsregelen innebærer at finanspolitikken vil bidra til vekst i etterspørselen innenlands hvert år i flere år fremover. Pengepolitikken er tillagt et større ansvar for å stabilisere den økonomiske utviklingen.

I år er den underliggende nominelle veksten i statsbudsjettets utgifter beregnet til 7 prosent. Da er handlingsregelen fulgt nøye. Mye av dette går til å dekke økte priser og lønnsutgifter. Samlet prisvekst på offentlige utgifter er beregnet til 4½ prosent. Den reelle underliggende utgiftsveksten er 2½ prosent. Men det er særlig overføringene som øker. Den reelle veksten i konsumet av offentlige tjenester er anslått til 1½ prosent.

Det er et nytt trekk i bildet at utgiftene i statsbudsjettet økes såpass vesentlig når det er sterkt press i arbeidsmarkedet. I et fastkursregime, eller stabilkursregime, ville finanspolitikken måtte strammes til - særlig med vekt på redusert vekst i utgiftene - når lønnsveksten blir merkbart høyere enn ute. I Norge får vi nå et sammenfall i tid - uten at det er en årsakssammenheng - mellom høyere lønnstillegg og høyere offentlige utgifter.

Høy lønnsvekst ville i et fastkurssystem tendere til å svekke tilliten til kronekursen. Nå styrker kronen seg, og det kan skyldes at aktørene i valutamarkedet venter innstramning i pengepolitikken.

Når vi nå ser at vi kan få til dels betydelige utslag i fremtidsrenter, valutakurser og andre finansielle størrelser, skyldes ikke det alene at vi har fått en ny retningslinje for pengepolitikken. Nye reaksjonsmønstre i finanspolitikken og i lønnsdannelsen bidrar også.

Takk for at dere ville høre på.

Fotnoter

1. Blinder, A., C. Goodhart, P. Hildebrand, D. Lipton, C. Wyplosz: "How Do Central Banks Talk?" Report presented to the Third Geneva Conference to the World Economy on May 4, 2001
2. Tom Bernhardsen og Arne Kloster (kommer i Penger og Kreditt)
3. Michael Woodford: "Monetary policy in the information economy", NBER working paper series ; 8674, Cambridge, Mass.: NBER, 2001
4. Dette er nærmere dokumentert i figurvedlegget
5. Se Qaisar Farooq Akram "When does the oil price affect the Norwegian exchange rate?" Norges Bank Working Paper 2000/08
6. Se Tom Bernhardsen og Øistein Røisland "Hvilke faktorer påvirker kronekursen?" i Penger og Kreditt 3/2000
7. Se også figurvedlegg
8. Se Qaisar Farooq Akram "PPP in the medium run despite oil shocks - the case of Norway" Norges Bank Working Paper 2002/04