

Inflasjonsstyring i en liten åpen økonomi

Visesentralbanksjef Jarle Bergo

Foredrag på generalforsamlingen i ACI Norge 31. august 2001

Omtalen av den økonomiske situasjonen bygger på vurderingene fra det siste rentemøtet i Norges Bank 8. august.

Innledning

Aller først vil jeg takke for anledningen til å gå gjennom norsk penge- og valutapolitikk. Siden Svein Gjedrem var her for et år siden har Norges Bank fått nye retningslinjer. Det er derfor naturlig å starte med en gjennomgang av det nye mandatet for pengepolitikken. Videre vil jeg redegjøre for gjennomføringen av pengepolitikken og se litt nærmere på kronekursens rolle. Deretter vil jeg si noe om etterprøving av og forutsigbarheten i pengepolitikken. Avslutningsvis skal jeg kommentere grunnlaget for rentesettingen og den aktuelle økonomiske situasjonen.

Nytt mandat

I vår vedtok Regjeringen og Stortinget nye retningslinjer for den økonomiske politikken. I finanspolitikken går Regjeringen inn for å bruke oljeinntekter tilsvarende den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Handlingsregelen gir ifølge Regjerings anslag en gjennomsnittlig årlig økning i bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet på om lag 0,4 prosent av BNP for Fastlands-Norge for årene 2002 til 2010. Et klart flertall i Stortinget sluttet seg til Regjeringens langsiktige strategi for bruk av oljeinntektene.

Samtidig understreker Regjeringen, med Stortingets tilslutning, at budsjettet også må brukes til å stabilisere den økonomiske utviklingen. Hvilken vekt dette hensynet blir tillagt, vil fremgå av de årlige budsjettvedtakene.

Etter Regjerings syn var det også behov for en klarere forankring av pengepolitikken for å støtte opp om en stabil økonomisk utvikling. Derfor fikk Norges Bank et operativt mål for pengepolitikken som innebærer at Norges Bank skal bruke virkemidlene med sikte på lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent.

Inflasjonsmålet er knyttet opp til årsveksten i konsumprisene. Forskriften nevner imidlertid eksplisitt noen faktorer som Norges Bank i utgangspunktet ikke skal ta hensyn til, blant annet direkte effekter på konsumprisene av endringer i rentenivå, skatter og avgifter.

Gjennom forskriften er Norges Bank pålagt jevnlig å offentliggjøre de vurderingene som ligger til grunn for gjennomføringen av pengepolitikken.

Videre heter det i Stortingsmelding nr. 29 2001 "Retningslinjer for den økonomiske politikken"

"Det forventes at konsumprisveksten som en hovedregel vil ligge innenfor et intervall på +/- 1 prosentpoeng rundt målet"

Dette må ikke misforstås i retning av at inflasjonsmålet er et intervall. Norges Bank sikter mot 2½ prosent inflasjon på to års sikt. Dersom det oppstår vesentlige avvik mellom den faktiske prisutviklingen og målet for pengepolitikken, vil banken redegjøre for årsakene til dette.

Selv om det var tillit til utøvelsen av pengepolitikken også før omleggingen, var det utvilsomt egnet til å lette kommunikasjonen av norsk pengepolitikk at regjeringen tallfestet et mål for inflasjonen. Det viktigste ved omleggingen var likevel, slik vi ser det, at de politiske myndigheter ved omleggingen så klart markerte at lav inflasjon er et gode i seg selv. Historien har vist at høy inflasjon verken fører til varig høyere økonomisk vekst eller lavere ledighet. Denne erkjennelsen og de gode erfaringer med lav inflasjon vi har hatt i Norge siden 1990 har gitt Norges Bank et godt utgangspunkt for gjennomføringen av pengepolitikken.

Gjennomføringen

På bakgrunn av måten pengepolitikken de senere år hadde vært innrettet, kunne de nye retningslinjene gjøres gjeldende uten at det i seg selv ville føre til vesentlige endringer i utøvelsen av pengepolitikken.

Styringsrenten settes ut fra en samlet vurdering av utsiktene for inflasjonen. Økt rente vil dempe etterspørselen etter varer og tjenester og redusere inflasjonen. Lavere rente virker motsatt. Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir høyere enn 2½ prosent, vil renten bli økt. Ser det ut til at inflasjonen med uendret rente blir lavere enn 2½ prosent, vil renten bli satt ned. Her er det symmetri. Det er like viktig å unngå for lav som for høy inflasjon.

Vi regner ikke med at en renteendring virker umiddelbart på inflasjonen. Våre analyser tyder på at en vesentlig del av virkningene av en renteendring vil komme innen to år¹. To år er derfor et rimelig tidsperspektiv for å nå målet om 2½ prosent inflasjon. Det vil si at rentene fastsettes med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent om to år.

I enkelte situasjoner, dersom uventede hendelser har ført til for høy inflasjon, kan det være riktig å legge til grunn et lengre tidsperspektiv enn to år. Det kan for eksempel være forbundet med unødige realøkonomiske kostnader å få inflasjonen ned på 2½ prosent innenfor dette tidsperspektivet. En forutsetning for å kunne velge et lengre tidsperspektiv, er at vi kan bygge på at det er stor tillit hos aktørene i det økonomiske livet til at inflasjonen over tid vil være lav og stabil. Etter hvert som det blir vunnet erfaring med at renten settes etter et inflasjonsmål, vil det trolig bli større mulighet for å legge vekt på hensynet til stabilitet i realøkonomien.

Lav og stabil inflasjon er en nødvendig forutsetning for stabilitet i valuta- og finansmarkedene og i eiendomsmarkedene. Men det finnes også eksempler på at det har bygget seg opp bobler i form av sterk verdistigning i disse markedene mens inflasjonen har

vært lav. Utviklingen i Japan på 1980-tallet kan være et eksempel. Prisoppgang for boliger og eiendommer og for finansaktiva kan etter hvert også få vesentlig betydning for lønnsvekst og konsumprisstigning. Når boblene brister, kan det bli nedgangstider. Utviklingen i finans- og eiendomsmarkedene kan på denne måten gi grobunn for mer ustabil inflasjon. I prinsippet kunne det være riktig å anvende renten til å motvirke dette. I praksis er det imidlertid vanskelig å vurdere om utviklingen i prisene på eiendommer og finansaktiva er bærekraftig.

Når Norges Bank kommer til at renten bør endres, vil vi oftest gå gradvis fram. Det skyldes at det normalt er usikkerhet om hva situasjonen er i økonomien, hvilke andre forstyrrelser økonomien kan bli utsatt for og hvor raskt en renteendring påvirker prisstigningen ².

Men vi vil ikke alltid gå gradvis fram. Det vil være riktig å endre renten raskt og markert hvis tilliten til pengepolitikken står i fare. Dersom særskilte forhold skulle tilsa at Norges Bank legger til grunn en annen tidshorisont enn to år, vil banken gjøre rede for det. Det vil en også gjøre dersom utviklingen i finansmarkedene eller eiendomsmarkedet blir tillagt særskilt vekt.

Kronekursens rolle

Med det nye operative målet for pengepolitikken skal Norges Bank sikte mot lav og stabil inflasjon. Vi har altså ikke lenger et bestemt kursmål for kronen. Utviklingen i kronekursen har likevel fortsatt vesentlig betydning når Norges Bank setter renten. Det skyldes flere forhold:

- Endringer i kronekursen påvirker prisen målt i norske kroner på importerte konsumvarer og tjenester. Tar vi hensyn til at importvarer brukes i norsk produksjon, bestemmer stigningen i prisene på importerte varer og tjenester samlet nesten 40 prosent av konsumprisveksten.
- Utviklingen i kronen har betydning for inntjeningen i de bedriftene som konkurrerer med utenlandske bedrifter, og som tradisjonelt også forhandler først i inntektsoppgjørene
- Endringer i valutakursen påvirker konkurranseevnen til norsk næringsliv og avsetningsmulighetene ute og hjemme. Dermed påvirkes aktivitetsnivået i økonomien.
- Etter hvert som det norske penge- og kapitalmarkedet blir mer integrert i det internasjonale, får endringer i valutakursen økt betydning. Kursendringer gir formuesgevinster og -tap for norske husholdninger og bedrifter.

Vi må legge til grunn at verdien av den norske kronen vil variere, slik valutakursen gjør i de fleste land. Det er mange årsaker til at valutakursene svinger ³. Ofte vil endringer i valutakursen skyldes at økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Et eksempel på slike forstyrrelser er endringer i bytteforholdet, som måler prisen på eksporterte varer og tjenester i forhold til importerte. Råvarer og metaller utgjør en vesentlig andel av norsk eksport. Prisene på disse svinger mye. Norge er derfor utsatt for relativt store variasjoner i bytteforholdet. En nedgang i råvareprisene gir et dårligere bytteforhold. Det reduserer landets inntektsgrunnlag, og valutakursen vil erfaringsmessig svekke seg. Motsatt gir en økning i råvareprisene et bedre bytteforhold og ofte sterkere kurs.

At kronekursen varierer i takt med utviklingen i bytteforholdet eller avsetningsmulighetene for norske produkter, er ønskelig. Dersom prisene på våre produkter reduseres, vil en svekkelse av valutakursen bidra til å dempe inntektstapet for den delen av næringslivet som

konkurrerer internasjonalt. Valutakursen kan derfor ses på som en automatisk stabilisator, eller buffer, som i noen grad skjermer økonomien mot endringer i bytteforholdet.

Olje og gass er de råvarene som utgjør den største andelen av norsk eksport. En betydelig del av inntektene fra salg av olje og gass investeres i utenlandske aksjer og obligasjoner gjennom Petroleumsfondet. Petroleumsfondet gjør dermed den innenlandske bruken av petroleumsinntektene mindre påvirket av kortsiktige svingninger i oljeprisen. Svingningene i bytteforholdet for norsk økonomi inklusive petroleumssektoren har de siste 20 årene vært tre til fire ganger så store som svingningene i bytteforholdet for fastlandsøkonomien. Petroleumsfondet bidrar dermed til å avlaste kronekursen som buffer.

Endringer i kronekursen kan også skyldes endringer i renten. Økt rente gjør det normalt mer attraktivt å kjøpe fordringer i norske kroner og redusere kronegjeld. Dermed styrker kronen seg. Redusert rente vil motsatt normalt gi lavere etterspørsel etter kroner og svakere kurs. Erfaringer tyder på at renten har denne påregnelige virkningen på kronekursen bare når den bidrar til å stabilisere inflasjonen.

Valutakursen utgjør en viktig kanal som pengepolitikken virker gjennom. Endringer i valutakursen er både ønskelige og tilsiktede når de bidrar til å stabilisere inflasjonen. Svingninger i valutakursen kan imidlertid også være en kime til økonomiske forstyrrelser. Stemninger i valutamarkedet kan føre til at markedsaktørene i enkelte perioder er overdrevent positive til en valuta, mens de i andre perioder er overdrevent negative. Det kan gi unødige og omfattende svingninger i valutakursen, som kan smitte over på andre deler av økonomien. En lav og stabil inflasjon vil bidra til forventninger om stabilitet også i utviklingen i kronekursen over tid. Vi må imidlertid være forberedt på at kronen vil svinge.

Norges Banks reaksjon på en endring i valutakursen vil avhenge av hvordan endringen vurderes å påvirke inflasjonen. Det kreves en vurdering av årsaken til endringen og hvor varig den vil være. Det er grunn til å tro at kortsiktige fluktuasjoner i kronekursen i liten grad påvirker inflasjonen. Ved endringer som kan vare ved, og dermed i større grad kan antas å påvirke inflasjonen, vil banken fastsette renten med sikte på å stabilisere inflasjonen. Å fastslå om kursbevegelser er permanente eller midlertidige er vanskelig. Norges Bank vil derfor normalt gå varsomt frem med eventuelle renteendringer som en reaksjon på kursbevegelser. En spesiell situasjon oppstår hvis sterk uro i valutamarkedet tyder på at tilliten til pengepolitikken står i fare. Da kan det være riktig å endre renten kraftig og markert.

I tillegg til renten, utgjør intervensjoner i valutamarkedet et mulig virkemiddel i pengepolitikken. Vi har imidlertid dårlige erfaringer med å påvirke valutakursen, og dermed inflasjonen, gjennom omfattende og vedvarende intervensjoner i valutamarkedet. Valutaintervensjoner, det være seg både kjøp og salg av valuta, er ikke egnet som middel til å påvirke kronekursen over lengre tid.

Dersom Norges Bank er tungt inne med intervensjoner, kan det oppstå en spillsituasjon der markedsaktørene oppfatter sentralbankens intervensjoner som en interessant profittmulighet. Markedsaktørene vet at intervensjoner ikke kan vedvare. Dette kan friste aktørene til å ta posisjoner mot sentralbanken og dermed forsterke presset mot kronen. Under den europeiske valutakrisen i 1992-93, og vel også under valutauroen i 1997-98, var

trolig slike mekanismer virksomme. Norges Bank ønsker ikke å opptre på en måte som kan fremkalle slike spillsituasjoner.

Også i andre land med inflasjonsmål for pengepolitikken er renten det sentrale instrumentet, og intervensjoner brukes bare unntaksvis. I løpet av det siste året har imidlertid både den europeiske sentralbanken (ESB) og Sveriges Riksbank gjennomført valutaintervensjoner. ESB interвенerte første gang i september i fjor. Intervensjonene var koordinerte med flere sentralbanker blant annet Federal Reserve og Bank of Japan. ESB interвенerte igjen ved tre anledninger i begynnelsen av november. Da var intervensjonene ensidige. ESB har i ettertid fremholdt at intervensjonene var vellykkede. I en høring i USAs Kongress uttalte Peter Fisher fra Federal Reserve at de koordinerte intervensjonene hadde vært vellykket fordi de hadde bidratt til å bedre markedspsykologien og til å redusere implisitt volatilitet i opsjonsmarkedet.

Sveriges Riksbank interвенerte i valutamarkedet i juni med sikte på å styrke den svenske kronen som banken mente var svakere enn fundamentale forhold skulle tilsa. Dette ble etterfulgt av en renteøkning. Bank of England har sjelden interвенert i valutamarkedet etter at Storbritannia forlot fastkurssystemet ERM i 1992. Erfaringene fra valutakrisen i 1992 har trolig bidratt til å redusere troen på intervensjoner som virkemiddel. Bank of England har imidlertid gjort det klart at intervensjoner fortsatt er et instrument til disposisjon. Canada har hatt flytende kurs i 30 år, og benyttet intervensjoner aktivt på 1970-, 1980- og 1990-tallet. I 1997 klarte imidlertid ikke den kanadiske sentralbanken å forhindre depresiering av den kanadiske dollaren, og har siden ikke interвенert. I Australia benyttes fremdeles intervensjoner, og Reserve Bank of Australia hevder å ha hatt betydelig fortjeneste på intervensjonene sine i løpet av perioden med flytekurs. New Zealand har ikke interвенert etter at de fikk inflasjonsmål i 1990. I en evalueringsrapport om pengepolitikken i New Zealand, skrevet av professor Lars E. O. Svensson, støttes Reserve Bank of New Zealands vurdering om at intervensjoner neppe ville ha bidratt vesentlig til å øke stabiliteten i New Zealands økonomi de senere årene ⁴.

Internasjonalt er det foretatt en rekke empiriske studier av effekten av valutaintervensjoner. Studiene av intervensjoner på 1990-tallet finner gjennomgående større effekter av intervensjoner enn studier gjort av intervensjoner på 1980-tallet ⁵. Det kan ha en sammenheng med regimeskifter i pengepolitikken og økt fokusering på åpenhet. Det er trolig lettere å oppnå troverdighet når markedsaktører vet at intervensjonene er forankret i stabiliseringspolitiske betraktninger fremfor mål om kortsiktig valutakursutvikling. Dette fordrer imidlertid at det i utgangspunktet er tillit i markedet til at den økonomiske politikken generelt og pengepolitikken spesielt leverer nominell stabilitet. Det er først og fremst gjennom signaleffekten at intervensjoner er funnet virkningsfulle og særlig når intervensjonene gjøres offentlig kjent og begrunnes av sentralbanken.

For Norges Bank kan det være aktuelt i særskilte situasjoner å bruke intervensjoner i begrenset omfang for å stabilisere inflasjonen, dersom kronen kommer vesentlig utenfor det vi vurderer som rimelig ut fra fundamentale forhold og dersom det vil kunne bidra til å stabilisere inflasjonen. Norges Bank vil imidlertid ikke opptre slik at vi inviterer til ensidige veddemål mot kronkursen. Som en hovedregel vil nok banken bare vurdere intervensjoner når det etter vår vurdering foreligger en klar profittmulighet for sentralbanken. Det kan også

være aktuelt med intervensjoner ved store kortsiktige svingninger i tynne markeder. I slike situasjoner vil risikoen for å havne i tapsbringende spill mot aktørene i valutamarkedet være mindre.

Eventuelle intervensjoner og bakgrunnen for disse vil bli klart kommunisert til markedsaktørene.

Etterprøving og forutsigbarhet

Inflasjonen i dag er blant annet et resultat av den renten som ble satt for ett til to år siden. Dagens tall for inflasjonen gir ikke tilstrekkelig holdepunkt for hva renten bør settes til nå. Tallene for konsumprisindeksen fra måned til måned blir også påvirket av tilfeldige eller midlertidige faktorer som har lite å gjøre med utviklingen i inflasjonen over tid. Strømprisen påvirkes av nedbørsmengden. Avgiftsendringer slår raskt inn i konsumprisindeksen. De direkte virkningene av slike forhold på inflasjonen vil være borte etter et år. Derfor skal de heller ikke få betydning for renten, som normalt settes med sikte på at inflasjonen skal holde seg på 2½ prosent på to års sikt. Men automatisk å korrigere inflasjonstallene for direkte virkninger av engangsfaktorer kan være en fallgrube. Avgiftsøkninger og økte energipriser kan være kimer til tiltakende inflasjon, via overveltning i andre priser og i lønninger.

Det er likevel av interesse å rense månedlige inflasjonstall for midlertidige virkninger, for å se om utviklingen i det vesentlige er slik vi ventet den skulle bli. Norges Bank analyserer og legger fram tall for konsumprisindeksen hvor virkningene av en del midlertidige forhold er tatt ut. Figuren viser utviklingen siden 1995 for KPI, KPI korrigert for direkte effekter av avgiftsendringer (KPIX) og KPI korrigert for direkte effekter av avgiftsendringer og energipriser (KPIXE). Som vist i figuren vil KPIXE normalt være mer stabil enn KPI og KPIX. Dette skyldes at energiprisene historisk har vært blant de komponentene i KPI som har variert mest. Siden energipriser har en betydelig vekt i KPI vil stor svingninger i disse prisene gi midlertidige utslag i samlet KPI. Målt fra 1996 viser imidlertid ikke KPIXE en systematisk lavere eller høyere prisstigning enn KPI. Større endringer i inflasjonen som følge av ekstraordinære svingninger i prisene på enkeltprodukter eller endringer i skatter og avgifter kan fra tid til annen oppstå. Virkninger av slike tilfeldige og midlertidige forhold på utviklingen i konsumprisene analyseres i inflasjonsrapportene.

Norges Banks anslag på to-tre års sikt kan oppfattes som anslag på konsumprisveksten korrigert for direkte effekter fra endringer i rentenivået, skatter og avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser. Det er imidlertid sjelden grunnlag for store avvik mellom anslag på samlet og korrigert KPI i dette perspektivet. Som regel er det derfor sammenfall i anslagene.

Norges Bank legger vekt på åpenhet og kommunikasjon om gjennomføringen av pengepolitikken. Analyser utført i banken og bakgrunnen for bankens vedtak offentliggjøres regelmessig. Inflasjonsutsiktene presenteres tre ganger i året i Norges Banks inflasjonsrapporter. Ytterligere vurderinger blir lagt fram hver sjettede uke i forbindelse med møtene der Hovedstyret drøfter renten. Banken rapporterer videre om gjennomføringen av pengepolitikken i sin årsberetning. Dersom det oppstår vesentlige avvik mellom den faktiske prisutviklingen og målet for pengepolitikken, vil banken redegjøre for årsakene til dette i

årsberetningen. Det vil her bli lagt særlig vekt på eventuelle avvik utenfor intervallet på +/- 1 prosentpoeng.

Åpenhet om intensjoner, strategier og gjennomføring av pengepolitikken gjør det lettere for aktørene i det økonomiske livet å vurdere pengepolitikken. Hvis pengepolitikken er forutsigbar reduseres en viktig kilde til usikkerhet og den renten som er nødvendig for å nå inflasjonsmålet blir - alt annet likt - lavere. En forutsigbar pengepolitikk kan dermed bidra til å bedre effektiviteten og gjennomslaget av pengepolitikken. Selv om det ikke nødvendigvis er en sammenheng mellom åpenhet og forutsigbarhet, er trolig en viss grad av åpenhet om sentralbankens reaksjonsmønster en forutsetning for at aktørene i økonomien skal ha tillit til pengepolitikken.

I Norge kan det i hvert fall se ut som åpenhet om Norges Bank tolkning av mandatet og om gjennomføringen av pengepolitikken har bidratt til en noe mer forutsigbar pengepolitikk. Figuren illustrerer at utslagene i pengemarkedsrentene er mindre nå enn tidligere når Norges Bank endrer styringsrentene.

Internasjonalt har det de senere år vært et økende fokus på behovet for åpenhet i pengepolitikk. I regi av blant annet IMF er det utarbeidet en såkalt "Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies", som blant annet legger vekt på klarhet, åpenhet og etterprøvbarehet i pengepolitikken.

Dette synet på åpenhet og forutsigbarhet står i kontrast til tidligere tiders vekt på å spille på overraskelsesmomentet i den økonomiske politikken. I pengepolitikken var dette særlig knyttet til styringen av valutakursen. For mange land ble erfaringene etter hvert at den økonomiske politikken ble møtt med mistro og høye premier for usikkerhet. Virkninger av endringer i virkemiddelbruken ble mer og mer usikre.

Ønsket om forutsigbarhet må likevel ikke få forrang for kravet til sentralbanken om å sette renten slik banken mener er riktig. Andre aktørers forventninger må ikke være styrende for rentesettingen. Det er flere eksempler også fra land med "transparent" pengepolitikk at endringer i renten har kommet overraskende. Det kan blant annet skyldes at sentralbanken har hatt et annet syn på utsiktene for den økonomiske utviklingen.

Norges Bank har søkt å bidra til åpenhet blant annet ved å gi uttrykk for vår tolkning av mandatet og ved å gjøre rede for gjennomføringen av pengepolitikken. I tillegg har vi valgt å være åpne om vårt reaksjonsmønster, våre analyser av den økonomiske utviklingen og vår vurdering av resultatene av den pengepolitikken som har vært ført. Andre vil utvilsomt også vurdere oss kritisk, ikke minst denne forsamlingen. Jeg håper og tror dere vil finne at det er konsistens mellom det vi sier og det vi gjør, og at det ikke skal være vanskelig i ettertid å se rasjonale i det vi gjør. Selv om det kanskje av og til kan overraske der og da. Greier vi det, burde tilliten til pengepolitikken befestes og styrkes fremover.

Grunnlaget for rentesettingen og den aktuelle økonomiske situasjonen

La meg avslutningsvis si litt om grunnlaget for rentesettingen og den aktuelle situasjonen. Anslagene og analysene i inflasjonsrapporten danner sammen med den løpende vurderingen av pris- og kostnadsutsiktene og forholdene i penge- og valutamarkedet, et grunnlag for beslutninger om renten. I forrige inflasjonsrapport publisert 20. juni ble prisstigningen anslått til 2½ prosent i 2003 med forutsetning om uendret rente. Norges Banks vurdering av utsiktene for den økonomiske utviklingen ble sist presentert i forbindelse med rentemøtet i Hovedstyret 8. august. Både analysen i siste inflasjonsrapport og utviklingen siden indikerer at det med dagens rentenivå er utsikter til å nå inflasjonsmålet i løpet av to år.

Risikobildet er imidlertid sammensatt. Norsk økonomi er fortsatt preget av høy kapasitetsutnyttelse. Konsumprisveksten økte riktig nok mindre enn ventet i juli, med 2,7 prosent fra året før. Målt fra juni falt totalindeksen med 1,4 prosent. Nedgangen skyldes imidlertid i hovedsak avgiftsreduksjonene knyttet til matmomsen og bensinavgiften. Korrigert for avgifter og energivarer var prisveksten, slik Norges Bank beregner den, om lag 2,6 prosent. Samtidig er det mangel på arbeidskraft, og lønnskostnadene stiger temmelig sterkt. Prisveksten på tjenester hvor lønn er dominerende prisledd økte fra 6,3 prosent i juni til 6,9 prosent i juli. Også kredittveksten er høy, og veksttakten i husholdningenes låneetterspørsel fortsetter å øke. Det er derfor fortsatt en risiko for at presset innenlands etter hvert kan komme til uttrykk i sterkere prisimpulser enn vi anslår.

På den annen side har veksten i verdensøkonomien avtatt vesentlig, og det er risiko både for at den faller ytterligere og for at en lavkonjunktur varer ved. Rundt årsskiftet ventet de fleste prognosemakere at nedgangen i amerikansk økonomi ville bli relativt kortvarig og at virkningene for resten av verden ville bli relativt små. Dette bildet er nå endret. I USA har nedgangen i veksten blitt sterkere enn de fleste ventet da de første tegnene til omslag viste seg i fjor høst. Industriproduksjonen har falt de siste 10 månedene og bedriftenes investeringer falt nesten 14 prosent målt som årlig rate i 2 kvartal. Samtidig er effekten for Europa og fremvoksende økonomier i Asia blitt mye større enn ventet. Skiftet i synet på utviklingen illustreres av utviklingen i anslagene i Consensus Forecast.

I løpet av dette året er vekstanslagene nedjustert 2 prosentpoeng i Japan, 1½ prosentpoeng i Tyskland og 1 prosentpoeng i USA. Vi må helt tilbake til 1974 for å finne et år da BNP-veksten var under 2½ prosent i alle tre landene. For våre handelspartnere er veksten samlet nedjustert 1 prosentpoeng til i underkant av 2 prosent. Vi må tilbake til 1993 for å finne lavere vekst for handelspartnerne.

Vekstanslagene for neste år er også noe nedjustert, men det ventes fortsatt et omslag til høyere vekst neste år. Det er imidlertid betydelig usikkerhet knyttet til disse anslagene.

Anslagene bygger i stor grad på at husholdningene fortsatt skal bidra til vekst i innenlandsk etterspørsel slik de har gjort i USA og Europa hittil i år. Bakgrunnen for dette er den solide finansielle situasjon som preger husholdningene i de fleste industrilandene etter mange år med økende sysselsetting og reallønnsvekst. En annen viktig forutsetning er at

produktivitetsveksten i USA vil sikre en forsvarlig fortjenesteutvikling i et mer langsiktig perspektiv, slik at nedgangen i bedriftenes investeringer i år snus til svak økning neste år.

Selv om norsk næringsliv så langt har vært skjermet fra avmatningen internasjonalt, kan økonomien vår etter hvert komme til å bli sterkere påvirket. Lav vekst internasjonalt kan gi lavere etterspørsel etter norskproduserte varer, og dempe presset i norsk økonomi. I tillegg kan den internasjonale avmatningen bidra til å trekke ned den importerte prisveksten. I så fall kan prisveksten bli lavere enn vi har anslått.

Våre anslag uttrykker den utvikling som vi anser mest sannsynlig, gitt sentrale størrelser som rente, valutakurs, offentlig etterspørsel, lønnsdannelsen og oljepris utvikler seg som forutsatt. En annen utvikling i disse variablene vil også kunne innebære et annet forløp for både realøkonomien og den nominelle utviklingen.

Norsk økonomi balanserer på en stram line. Det skal lite til før vekten kommer ut av balanse. Mens det internasjonale bildet samlet sett trekker i retning av at konsumprisveksten fremover kan bli noe lavere enn anslått, gir den innenlandske økonomien et motsatt bilde. Det er risiko for at veksten i lønnskostnadene innenlands blir høyere enn anslått.

Ut i fra en samlet vurdering av utsiktene for inflasjonen var vår konklusjon fra hovedstyremøtet 8. august at det med uendret rente framover er like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2½ prosent som at den blir lavere.

Takk for oppmerksomheten.

¹⁾Se utdyping i *Inflasjonsrapport 4/2000. "Virkninger av en renteendring"*, desember 2000

²⁾Se for eksempel Jan F. Qvigstad. *"Monetary policy in real time"*, Working Paper 2001/1, april 2001.

³⁾Se for eksempel Tom Bernhardsen og Øistein Røisland. *"Hvilke faktorer påvirker kronkursen"*, Penger og Kreditt nr 3/2000, november 2000.

⁴⁾Lars E. O. Svensson. *"Independent Review of the Operation of Monetary Policy: Report to the Minister of Finance"*, February 2001.

⁵⁾L. Sarno and M.P. Taylor. *"Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is it Effective, and if so, How does it Work"*, Discussion Paper No. 2690, February 2001, Center for Economic Policy Research.