

# Pengepolitikken i 2002

## Kronikk av sentralbanksjef Svein Gjedrem, Finansavisen 2. april 2003.

Utøvelsen av pengepolitikken er etter loven delegert til Norges Bank. Målet Norges Bank skal styre etter, er fastsatt av Regjeringen i egen forskrift. Siden målet er klart definert, er det mulig å etterprøve utøvelsen av pengepolitikken. Banken rapporterer om gjennomføringen av pengepolitikken i sin årsberetning, som nå foreligger for 2002.

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Styringsrenten fastsettes ut fra utsiktene for inflasjonen, normalt to år fram i tid. 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 særlig lagt vekt på eventuelle avvik utenfor et intervall på +/- 1 prosentpoeng.

Mandatet innebærer at pengepolitikken har fått en klar rolle i å stabilisere den økonomiske utviklingen. Hvis etterspørselen etter varer og tjenester er høy og det er mangel på arbeidskraft, vil det normalt være utsikter til høyere inflasjon i framtiden. Når renten settes opp, reduseres etterspørselen og inflasjonen holdes nede. Hvis etterspørselen er liten og arbeidsledigheten øker, vil det være utsikter til lavere inflasjon. Da settes renten ned.

Gjennomføringen av pengepolitikken kan vurderes etter flere kriterier:

- Var den underliggende konsumprisveksten i 2002 nær målet på 2½ prosent?
- Var pengepolitikken i 2002 tilpasset inflasjonsmålet?
- Har rentesettingen bidratt til stabilitet i produksjon og sysselsetting?
- Har pengepolitikken understøttet tilliten til at inflasjonen vil være 2½ prosent?

## Konsumprisveksten i 2002

Større endringer i inflasjonsraten kan fra tid til annen oppstå blant annet som følge av ekstraordinære svingninger i prisene på enkeltprodukter eller endringer i skatter og avgifter. Slike ekstraordinære og midlertidige avvik skal Norges Bank se bort fra i rentesettingen. Statistisk sentralbyrå har siden oktober 2001 publisert tall for konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). Denne indeksen for underliggende prisstigning er et utgangspunkt for å vurdere pengepolitikken i ettertid.

Den underliggende veksten i konsumprisene var i gjennomsnitt 2,3 prosent fra 2001 til 2002. Gjennom året ble prisveksten i økende grad preget av den sterke kronen. Prisene på importerte konsumvarer, særlig klær og sko, falt markert mot slutten av året. Samtidig holdt prisveksten på norskproduserte varer og tjenester seg oppe som følge av den høye veksten i lønnskostnadene. Tolvmånedersveksten i KPI-JAE avtok fra 2,7 prosent på det høyeste i juni og juli til 1,8 prosent i desember. Gjennom hele året lå den underliggende konsumprisveksten altså godt innenfor et intervall på +/- 1 prosentpoeng rundt inflasjonsmålet.

## Var pengepolitikken i 2002 tilpasset inflasjonsmålet?

I begynnelsen av 2002 var rentenivået tilpasset utsiktene for inflasjonen i starten av 2004. Norsk økonomi var preget av lav arbeidsledighet, mangel på arbeidskraft i mange sektorer og høy vekst i

lønnskostnadene. Rentenivået i Norge ble derfor liggende over rentenivået internasjonalt. Høy rentedifferanse mot utlandet har trolig bidratt til styrkingen av kronen.

Utfallet av lønnsoppgjøret våren 2002 ga utsikter til enda høyere vekst i lønnskostnadene i Norge og følgelig også utsikter til at inflasjonen ville tilta. Høy vekst i privat disponibel inntekt, høy vekst i kreditten til husholdningene og fortsatt høy vekst i boligprisene trakk i samme retning. Stigningen i kronekursen fram til da kunne ikke fullt ut motvirke sterkere lønnsvekst og høyere vekst i innenlandsk etterspørsel. Samlet tilsa dette en økning i styringsrenten i juli.

Sent på høsten kom ny informasjon som endret utsiktene for den økonomiske utviklingen vesentlig. Utsiktene for utviklingen internasjonalt var ytterligere svekket. Kronen hadde fortsatt å styrke seg. I utlandet ble rentene redusert, og forventningene til framtidige renter falt merkbart. Det var samtidig utsikter til svakere utvikling i norsk økonomi. Strømprisene økte kraftig, og husholdningene og bedriftene ble mindre optimistiske. Boligprisene flatet ut. Mange virksomheter i offentlig og privat sektor var opptatt av å redusere lønnskostnadene etter det dyre lønnsoppgjøret, og arbeidsledigheten økte mer enn ventet. Våre analyser tydet på at en fortsatt sterk krone ville bringe inflasjonen under målet på 2 ½ prosent ved utgangen av 2004. Dette var bakgrunnen for vedtaket om å senke styringsrenten til 6,5 prosent den 11. desember.

### Har rentesettingen bidratt til stabilitet i produksjon og sysselsetting?

Gjennom 2002 ble renten holdt oppe så lenge etterspørselen etter varer og tjenester var høy og arbeidsmarkedet var stramt. Mot slutten av året, da utsiktene skiftet i retning av svakere etterspørsel, økende arbeidsledighet og avtakende prisstigning, ble renten satt ned. Dette illustrerer at pengepolitikken kan bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Den sterke kronen førte til lavere priser på importerte varer. Det ga lav prisstigning, til tross for høy vekst i lønnskostnadene. Hvis pengepolitikken skulle søke å nå inflasjonsmålet på helt kort sikt, kunne renten vært holdt uendret eller satt ned sommeren 2002. Husholdninger og bedrifter kunne da ha fortsatt å øke sine låneopptak. Den høye lønnsveksten kunne etter hvert slått ut i økende inflasjon. Da måtte renten uansett blitt hevet - kanskje til et høyere nivå enn i utgangspunktet. Høyere inflasjon og sterkere utlånsvekst kunne ha svekket mulighetene for å møte en nedgang med lettelsler i pengepolitikken. Sluttresultatet ville vært større svingninger i samlet etterspørsel, produksjon og sysselsetting enn de vi nå står overfor.

Når reallønningene økte mye mer enn den underliggende produktiviteten, hadde bedrifter og offentlige virksomheter ikke evne til å bære økningen i lønnskostnadene. Det gir avskalling og lavere sysselsetting. I en slik situasjon kan lettelsler i pengepolitikken føre til enda høyere pris- og kostnadsvekst og en mer ustabil utvikling i økonomien.

Pengepolitikken kan ikke motvirke en økning i ledigheten som skyldes et forhandlingsdrevet kostnadssjokk.

### Har pengepolitikken understøttet tilliten til at inflasjonen vil være 2½ prosent?

En forutsetning for at pengepolitikken skal kunne virke etter hensikten, er at det er tillit til at inflasjonen over tid vil være nær 2½ prosent. Det er viktig at husholdninger, lønnstakere, bedrifter og offentlige myndigheter kan legge inflasjonsmålet til grunn i sin planlegging. Erfaringene fra 1970- og 1980-årene viste at det kan ta tid og koste dyrt hvis tilliten til pengepolitikken først er svekket.

Det er mulig å måle forventningene om prisstigningen framover, både direkte og gjennom ulike mål på forventede fremtidige renter. Internasjonalt publiseres det anslag på inflasjonen i Norge to år fram i tid basert på uavhengige undersøkelser blant markedsaktører. Anslagene som ble lagt fram i oktober 2002, viste at prisstigningen på lang sikt ventes å være lik inflasjonsmålet på 2½ prosent.

En annen indikator er forskjellen mellom forventede fremtidige renter (langsiktige terminrenter) i Norge og utlandet. Gjennom 2002 falt forskjellen mellom langsiktige terminrenter i Norge og Tyskland fra rundt 1 til vel ½ prosentpoeng. Denne forskjellen kan i stor grad forklares med at inflasjonsmålet i Norge er noe høyere enn inflasjonsmålet i euroområdet. Det tilsier at det er tillit til at inflasjonen i Norge over tid vil holde seg nær målet.