

# Avveininger i pengepolitikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Foredrag i regi av Centre for Monetary Economics/BI, 6. juni 2006

*Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 31. mai, Inflasjonsrapport 1/06 og på tidligere foredrag.*

Lave priser på de konsumvarene vi importerer, sammen med høye priser på de råvarene vi eksporterer, har bidratt til en kraftig bedring i bytteforholdet for Norges handel av varer med utlandet. Prisutviklingen for olje og gass slår særlig ut, men også fastlandsøkonomien har hatt en bedring i bytteforholdet. Norsk økonomi er blitt utsatt for et kraftig positivt inntektssjokk.

Inntektsøkningen har så langt ikke ført til vesentlig pris- eller lønnsinflasjon. Virksomhetene bruker ressursene stadig mer effektivt, og det har vært god tilgang på arbeidskraft. Delvis på grunn av bedringen i bytteforholdet, har valutakursen holdt seg sterk. Det har bidratt til å holde prisveksten nede.

Med slike sterke ytre påvirkninger er det krevende å jevne ut utviklingen i norsk økonomi. Vår stabiliseringspolitikk har fire pilarer som ble etablert på 1990-tallet og i 2001; oljefondsmekanismen, handlingsregelen, flytende valutakurs og inflasjonsstyring. Dette systemet ble innført med bakgrunn i de store opp- og nedturene i den økonomiske utviklingen de første tjue årene av den norske oljealderen.

Oljefondsmekanismen medfører at økte statlige inntekter fra petroleumssektoren plasseres i utlandet. Det demper virkningen på etterspørselen og produksjonen - samt på inflasjonen og kronkursen - når oljeprisen svinger. Det virker også stabiliserende at vi har en valutakurs som flyter, og som normalt styrker seg i gode tider og svekker seg i dårlige. Det er lettest å uttrykke fordelene med dette når konjunktorene er svake. Skulle kronen ligge fast på en for sterk verdi, må reallønnsveksten være lavere enn veksten i produktiviteten for å styrke bedriftene og arbeidsplassene. Det skjer bare når arbeidsledigheten er høy. Med fleksibel valutakurs kan konkurranseevnen også styrke seg ved at kronen faller i verdi. Fleksibel valutakurs kan gi mindre svingninger i sysselsettingen og produksjonen. Handlingsregelen for jevn innfasing av oljeinntekter og inflasjonsmålet forankrer samtidig forventningene om utviklingen i kronkurs og prisstigning. Handlingsregelen er også med på å dempe takten i nedbyggingen av det konkurranseutsatte næringslivet.

Når de følges, er disse retningslinjene i utgangspunktet like godt egnet til å takle gode som dårlige tider. Vi får jo en ny prøve når utviklingen i bytteforholdet snur og eventuelt helt eller delvis reverseres.

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot lav og stabil inflasjon. Lav og stabil inflasjon gir økonomien et nominelt ankerfeste. Gitt at det er tillit til det nominelle ankeret, skal pengepolitikken også bidra til en stabil utvikling i realøkonomien. Norges Bank legger derfor

til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel. Det innebærer at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt i rentesettingen.

Pengepolitikken står overfor særskilte utfordringer. Prisveksten har vært vesentlig lavere enn inflasjonsmålet de siste tre årene. I den samme treårsperioden har den økonomiske veksten vært høy, og høyere enn det vi anslår det normalt er grunnlag for at økonomien kan vokse over tid. Produksjonsgapet har snudd fra å være negativt til å bli positivt. Arbeidsledigheten er lav og fallende, og veksten i boligpriser, aksjekurser og kreditt har vært høy.

Pengepolitikken har vært og er fortsatt ekspansiv. Realrentene har vært lave, og vesentlig lavere enn hva vi anser som et nøytralt nivå. Den ekspansive pengepolitikken må ses på bakgrunn av at inflasjonen har vært svært lav, og at det lenge var ledig kapasitet.

Økonomien utsettes stadig for uventede forstyrrelser fra både tilbuds- og etterspørselssiden i økonomien som påvirker både inflasjonen og produksjonen. Pengepolitikken må da innrettes slik at inflasjonen over tid bringes tilbake til målet samtidig som produksjonen og sysselsettingen ikke svinger for mye. Det tar tid før renteendringer påvirker den realøkonomiske utviklingen, og enda litt lenger tid før effekten blir tydelig på inflasjonen. Hvor lang tid det tar å nå inflasjonsmålet - og ikke minst - hvor lang tid vi ønsker å bruke på å nå inflasjonsmålet, vil avhenge av hvilke forstyrrelser økonomien blir utsatt for. Det kan være riktig å skille mellom forstyrrelser fra tilbudssiden og forstyrrelser fra etterspørselssiden.

Dersom økonomien er preget av svak etterspørsel med lav vekst og lav inflasjon, bør pengepolitikken nokså entydig være ekspansiv. Det vil stimulere både aktivitetsnivået og inflasjonen. Inflasjonen vil da bevege seg mot målet og produksjonen mot potensiell produksjon. Tilsvarende, dersom det er press i økonomien og høy inflasjon, vil en strammere pengepolitikk dempe både aktivitets- og inflasjonspresset. I slike situasjoner kan det være ønskelig å bringe inflasjonen raskt tilbake til målet. Det er ingen avveiningskonflikt.

Det er imidlertid ikke svikt i etterspørsel, aktivitet og sysselsetting som ligger bak den lave prisveksten i Norge. Den er snarere et resultat av gunstige utviklingstrekk på tilbudssiden både i norsk og internasjonal økonomi.

Integreringen av nye store fremvoksende økonomier i den globale handelen, som Kina og India, og lavere toll og færre handelshindre har bidratt til fall i prisene på importerte ferdigvarer. Denne utviklingen har kanskje vært mest tydelig for klær og sko og lyd- og bildeutstyr. Nye produksjonsland med et svært lavt kostnadsnivå og en stadig mer effektiv produksjon har bidratt til lav prisvekst også på andre varer. Konkurransen internasjonalt har økt. Samtidig har produktivitsveksten både internasjonalt og i Norge vært høy.

Også her hjemme har konkurransen økt i flere delmarkeder. Flybransjen er kanskje den mest omtalte, hvor flyselskapet Norwegian sin inntreden på det norske markedet har ført til markert lavere flypriser. Men også innenfor detaljhandelen har vi sett utslag av mer effektive innkjøpsordninger, større innslag av kjeder og skjerpet konkurranse. Marginer og priser faller i finansnæringen. Det er overraskende lav pristigning i for eksempel hotell- og restaurantbransjen.

På arbeidsmarkedet ser vi spor av økt konkurranse og et mer fleksibelt arbeidstilbud som en følge av nye EU-land og større mobilitet i den internasjonale arbeidsstyrken. Denne utviklingen kan ha bidratt til at lønnsveksten har holdt seg lavere enn det den ellers ville ha gjort.

Lave importpriser, økt effektivitet og økt konkurranse i både produkt- og arbeidsmarkedet er trolig hovedårsakene til at inflasjonen fortsatt er svært lav, selv tre år inn i denne konjunkturoppgangen.

Når den økonomiske utviklingen preges av gunstige utviklingstrekk på tilbudssiden både internasjonalt og i Norge, stilles pengepolitikken overfor andre utfordringer enn når det er forhold på etterspørselssiden som preger utviklingen. Et gunstig tilbudssidesjokk vil kunne gi både lavere inflasjon og høyere produksjon. Nå vil det kunne oppstå en konflikt mellom det å stabilisere inflasjonen på målet og det å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Ikke alle forstyrrelser på tilbudssiden vil være av samme karakter. Noen vil kunne heve produksjonspotensialet varig og bidra til at økonomien, i hvert fall for en periode, kan vokse raskere enn normalt. Det skal ikke pengepolitikken motvirke. Økt produktivitetsvekst fører for eksempel til lavere inflasjon og samtidig til at produksjonspotensialet i økonomien øker. En varig økning av konkurransen i innenlandske markeder vil redusere prisene og dermed fortjenestemarginene. Samtidig øker produksjonen. Med effektive markeder vil normalt det økte tilbudet skape sin egen økte etterspørsel, uten at pengepolitikken behøver reagere. Virkningene av globaliseringen er mer sammensatt. Den økte handelen bidrar til billigere importvarer og økte konsummuligheter, men ikke nødvendigvis til økt produksjonspotensial.

Vi har trolig hatt innslag av forstyrrelser på tilbudssiden som varig kan ha økt produksjonspotensialet i Norge. Vårt anslag på det potensielle produksjonsnivået har økt i takt med at ny informasjon har kommet til. Vår beste gjettning er likevel at produksjonsgapet nå er positivt og økende. Lav prisvekst kombinert med høy vekst i produksjon og sysselsetting fremstår derfor som en utfordring for pengepolitikken.

Selv om den økonomiske veksten har vært god de siste 15 årene, har konjunktorene skiftet. Et klart oppsving i årene fra 1993 til 1998 ble avløst av en periode med mer dempet vekst og et mildt tilbakeslag i 2002 og inn i 2003. Siden sommeren 2003 har norsk økonomi igjen vært i en klar oppgang.

Lønnsutviklingen gjenspeiler og påvirker konjunktorene. Den sterke veksten i sysselsettingen på 1990-tallet førte til en stigning i lønnskostnadene, som igjen bidro til dempet vekst. Den moderate lønnsveksten de senere årene går hånd i hånd med en sterk konjunkturoppgang.

Så langt har høykonjunktoren vært preget av sterk vekst i produksjonen, med god tilgang på arbeidskraft og med en, som nevnt, uvanlig lav prisstigning. Sysselsettingen økte lenge mindre enn i tidligere oppgangskonjunkturer. Fallet i sykefraværet fra sommeren 2004 og en god produktivitetsvekst bidro til det. Utviklingen i sysselsettingen snudde i fjor høst, og personsysselsettingen stiger nå sterkt. Arbeidsledigheten faller raskt.

Det er mulig at trussel om utflytting av arbeidsplasser, økt arbeidsinnvandring og større import av varer og tjenester kan bidra til en noe mer avdempet lønnsvekst i denne

konjunktoren. Det er også en mulighet at erfaringene fra perioden 1998-2002, med høy lønnsvekst og sterke utslag i kronekurs og rente, fortsatt preger lønnsoppgjørene. Samtidig kan utviklingen med svært god tilgang på arbeidskraft være i ferd med å snu. Sykefraværet øker nå, og som tidligere blir stadig flere uføretrygdet. Vi har fortsatt tilgang på arbeidskraft fra andre land, men den tilgangen er ikke så stor, når vi ser hele økonomien under ett, at den kan motvirke den sterke flyten inn i trygd.

Som ventet ser lønnsveksten ut til å bli noe sterkere i år enn i fjor. Historisk har det vist seg vanskelig for partene både lokalt og sentralt å holde lønnsveksten nede når det blir få arbeidsledige. Lønnsdannelsen i Norge har vært preget av at ganske lange perioder med moderate nominelle tillegg og stigende sysselsetting ender med at kostnadsstigningen - gjerne som følge av arbeidstidsreformer - tar seg kraftig opp, og sysselsettingen viker. Utviklingen i lønnskostnadene og oppgjørene i 1974 og 1975, i 1986 og 1987 og i perioden mellom 1998 og 2002 la grunnlag for senere svikt i produksjon og sysselsetting. Når vi setter renten, må vi løpende vurdere hvordan vi skal ta høyde for risikoen for et nytt kostnadsløft når arbeidsmarkedet strammes til.

Høy økonomisk vekst fører ofte til sterk vekst i formuespriser og gjeld. Lange perioder med en slik utvikling kan være en kime til fremtidig ustabilitet i realøkonomien. I en situasjon med høy aktivitet og når husholdningene forventer høy inntekt i fremtiden, kan formuespriser og gjeld øke raskt. Store forventede overskudd i bedriftene vil kunne stimulere investeringene og føre til høyere aksjekurser. En slik opptur kan føre til at både husholdninger og bedrifter er villige til å ta mer risiko. De blir da mer utsatte for et fremtidig tilbakeslag

Det har vært kraftig vekst i gjeld og boligpriser i Norge siden midten av 1990-tallet. Til å begynne med og kanskje for en periode tror jeg vi kan se det som en delvis forsinket tilpasning til dereguleringen av bolig- og kredittmarkedene på midten av 1980-tallet, etter at husholdningene hadde brent seg de første årene etter oppmykningen. Senere har tilbudet av boligkreditt blitt utviklet videre. De siste årene har det vært god vekst i husholdningenes inntekter, og de har en usedvanlig sterk og positiv tro på framtiden, som også kan ha bidratt til økt låneetterspørsel og til veksten i boligprisene. I tillegg til dette kan forventninger om varig lave realrenter over tid ha gitt boligprisene et ekstra løft.

Det vil alltid være vanskelig å vite når og hvor mye pengepolitikken skal reagere på sterk vekst i formuesprisene og kraftig økning i kreditten. Vår kunnskap om drivkreftene er mangelfulle. Vi har en kort historie og liten erfaring med frie låne- og boligmarkeder. Det er vanskelig å vite hvor stor del av boligprisveksten og veksten i husholdningenes gjeld som er en strukturell og varig tilpasning, hvor mye som er "normale" konjunkturrelle utslag og hva som er drevet av kortsiktig trendforlengelse og spekulativ adferd og som kan forsterke konjunktursvingningene når boblene brister.

Vi har lenet oss mot at utviklingen i gjeld og formuespriser kan være en mulig kilde til senere ustabilitet uten å ha verken ambisjoner om eller tro på at pengepolitikken kan styre utviklingen i disse størrelsene. Sammen med de gunstige utviklingstrekkene på tilbudssiden i økonomien har det bidratt til at vi har utvidet horisonten for å nå inflasjonsmålet. Dessuten har vi i vår kommunikasjon markert tydelig at renten har vært uvanlig lav og etter hvert vil måtte øke til et mer normalt nivå. Fra i fjor høst kommer det til uttrykk i våre egne anslag på utviklingen i renten framover.

Fra å bruke tekniske forutsetninger eller andres vurderinger, har vi tatt eierskap over renteutviklingen i prognosene. Slik søker vi også å påvirke forventningene til husholdninger og bedrifter. Selv om mye usikkerhet vil gjenstå, blir det lettere for aktørene i det økonomiske livet å vurdere renteutviklingen. Det gjør pengepolitikken mer effektiv. Utsiktene til en gradvis normalisering av renten vil kunne bidra til å dempe utviklingen i kreditt og boligpriser.

Det kan reises innvendinger mot at vi bruker egne anslag for renten. Å publisere en eksplisitt prognose på renten kan være å tøyne vår kunnskap langt. Det kan argumenteres for at aktørene i markedet har en like god oversikt og innsikt og at egne analyser ikke tilfører mye utover den kunnskap som er innbakt i markedsrentene. En annen innvending er risikoen for at rentebanen blir et mål i seg selv og at det vil kjennes som en ulempe å avvike fra renteprognosen selv om den økonomiske utviklingen skulle tilsi det.

Det er viktig å understreke at rentebanen er betinget på den økonomiske utviklingen og vår forståelse av økonomiens virkemåte. Det kommer til uttrykk i usikkerhetsbåndene rundt den framtidige renteutviklingen.

Sentralbanken i New Zealand har erfaring med egne prognoser for renten, og den faktiske utviklingen i renten har i mange tilfeller vært forskjellig fra prognosene.<sup>1</sup> Det må vi regne med også hos oss. Renten vil avvike fra prognosen dersom økonomien utvikler seg annerledes enn det som ble lagt til grunn da renteprognosen ble laget, eller dersom vi endrer oppfatning av hvordan økonomien fungerer.

Troverdigheten til pengepolitikken avhenger av om vi klarer å forankre inflasjonsforventningene og dermed sikre økonomien et nominelt anker. Et troverdig nominelt anker er viktig for at aktørene i det økonomiske livet skal kunne skille endringer i relative priser fra endringer i det nominelle prisnivået. Utviklingen i relative priser på varer og tjenester er bærer av viktig informasjon om graden av knapphet på ressurser og gir signaler til investorer, produsenter og husholdninger. Uten et nominelt anker blir konsum- og investeringsbeslutninger vanskeligere for husholdninger og bedrifter. Realavkastningen av nominelle plasseringer blir mer usikker. Det kan øke risikopremiene i finansmarkedene. Fravær av et nominelt anker kan derfor føre til gale beslutninger og større svingninger i produksjon og sysselsetting så vel som i inflasjonen. Renten vil i så fall måtte brukes kraftigere for å stabilisere produksjonen og inflasjonen. Pengepolitikken kan bli mindre effektiv.

Svært lav inflasjon over en lengre periode øker risikoen for at økonomien går inn i en negativ spiral med realøkonomiske kostnader. Selv om lav inflasjon i utgangspunktet har sammenheng med gunstige forhold på tilbudssiden i økonomien, kan det slå ut i etterspørselsdrevet nedgang dersom aktørene ønsker å utsette investeringer og konsum basert på forventninger om at prisene vil holde seg lave eller eventuelt falle. Å innrette pengepolitikken med sikte på å nå inflasjonsmålet innen rimelig tid, og dermed sikre det nominelle ankeret, vil være en gardering mot en slik utvikling. Erfaringene våre kan tyde på at forventningene om fremtidig inflasjon holder seg stabile selv om prisstigningen svinger en del, så lenge renten brukes aktivt for å dempe utslagene og pengepolitikken rettes inn mot at inflasjonsmålet nås over tid.

Renten ble satt ned til et svært lavt nivå da prisstigningen falt og nærmet seg null. Samtidig stilte vi i utsikt at renten ville holde seg lav inntil vi så klare tegn til at prisveksten ville ta seg opp igjen. Hadde den lave inflasjonen ene og alene vært knyttet til nedgangstider i økonomien, ville vi ha måttet redusere renten enda mer og holdt den lav lenger. Nå mener vi at vi har kunnet bruke tid på å få inflasjonen opp igjen fordi produksjonen har vokst markert.

Vi gjennomfører nå en tilpasning av renten, i små og ikke hyppig skritt, mot et mer normalt nivå. Siden juni i fjor er styringsrenten hevet med til sammen ett prosentpoeng, og vi har varslet at det er utsikter til videre renteøkninger. Vi venter at inflasjonen vil tilta gjennom 2007 og være nær inflasjonsmålet på 2,5 prosent ved utgangen av 2008. Flere faktorer trekker i en slik retning. Kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi øker. Det kan føre til høyere marginer. Tilstrammingen i arbeidsmarkedet vil kunne føre til høyere lønnsvekst. Økningen i energi- og råvarepriser gir i tillegg høyere kostnader for produsenter ute og hjemme.

Selv om banken i utgangspunktet verken ønsket eller så for seg en inflasjon så lav som den faktisk ble, har det vært tilsiktet fra vår side å akseptere en inflasjon under målet over en periode. I en periode med økt flyt av arbeidskraft over landegrensene, store teknologiske fremskritt, endringer i konkurranseforhold og nye handelsmønstre må vi med vår svært åpne økonomi kanskje godta noe større utslag i inflasjonen og avvik fra målet, slik vi har sett de siste to-tre årene.

Dette leder meg over til hvordan pengepolitikken bør evalueres.

I forskriftens paragraf 1 punkt 3 og 4 heter det:

- "Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal... rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent."
- "Det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivå, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser."

En rimelig tolkning av forskriften er at når vi ser fremover, skal renten settes med sikte på å nå inflasjonsmålet på 2,5 prosent innenfor en rimelig, men justerbar, tidshorisont. Når en vurderer om renten er satt riktig i dag, må en se på kvaliteten på analysene av utviklingen i norsk og internasjonal økonomi samt avveiningene som er gjort.

Når vi ser oss tilbake og vurderer rentesettingen, må vi også ta hensyn til årsakene til at prisveksten har avveket fra målet. For at gjennomsnittlig årlig konsumprisvekst over tid skal bli lik inflasjonsmålet må de forstyrrelsene som treffer økonomien være temmelig symmetriske. Nå har prisveksten i lengre tid vært lavere enn inflasjonsmålet, og vi setter renten med sikte på å gradvis lukke dette inflasjonsgapet. Vi tar ikke sikte på at inflasjonen på tilsvarende måte skal skyte vesentlig over målet når vi ser noen år fram. Når vi i etterkant vurderer rentesettingen, kan vi derfor ikke bare se på gjennomsnittlig vekst i KPI.

Pengepolitikken må også ses i lys av den historiske inflasjonsutviklingen. På 1970 og -80 tallet var inflasjonen svært høy og volatil. Økonomien hadde da ikke noe nominelt anker. Fra begynnelsen av 1990-tallet har inflasjonen vært lav og stabil både internasjonalt og i Norge. Mens prisveksten på 1970 og 80-tallet varierte mellom 4 og 15 prosent, har prisveksten

siden 1990 i hovedsak holdt seg i området 1½ - 3½ prosent. Økonomien har nå hatt et nominelt anker.

I Norge og andre land ble perioden med svært høy og variabel inflasjon, og høye inflasjonsforventninger, brutt mot slutten av 1980-tallet. Det har vi nytt godt av på 1990-tallet og inn i dette tiåret. Virkningene av den vedvarende høye oljeprisen og generelt kraftig vekst i råvareprisene internasjonalt kan ikke sammenlignes med erfaringene fra 1970- og 80-tallet. Pengepolitikken er nå delegert til sentralbanker som har lav og stabil inflasjon som mål, og som ikke tror det er noe positivt bytteforhold mellom inflasjon og økonomisk vekst på sikt. Inflasjonsforventningene har feste på et lavt, stabilt nivå.

Selv om inflasjonen de siste 15-20 årene har vært under god styring, har konsumprisveksten i perioder likevel variert en del fra måned til måned. En stor del av variasjonen kan tilskrives endringer i moms- og avgiftssatser og variasjoner i strømpriser. Disse fluktusjonene har gjennomgående hatt kortvarige effekter på KPI. Når vi skal vurdere den faktiske prisveksten i nær fortid, nåtid og nær framtid, er vi ikke interessert i om enkeltpriiser går opp eller ned, men om det generelle prisnivået i økonomien stiger vedvarende. Indikatorer for underliggende prisvekst søker å redusere eller fjerne bevegelser som skyldes midlertidige forstyrrelser, og som vi bør se bort fra når renten settes.

Underliggende inflasjon er en uobserverbar størrelse, på samme måte som produksjonsgapet og den nøytrale renten. En ideell indikator for underliggende inflasjon bør blant annet ha den samme gjennomsnittlige veksttakt som KPI over tid, den bør ha lavere volatilitet enn KPI, og den bør kunne si noe om den fremtidige utviklingen i inflasjonen.

Konsumprisindeksen justert for avgifter og uten energipriser, KPI-JAE, har vært mye brukt som en indikator for underliggende inflasjon. KPI-JAE utelater imidlertid ikke bare midlertidige virkninger av endrede avgifter og av svingninger i energipriser, men også trendmessige endringer i disse faktorene. Denne indikatoren er derfor ikke et fullgodt mål på den underliggende inflasjonen. De siste ti årene har KPI-JAE undervurdert den underliggende inflasjonen fordi energiprisene har økt mer enn andre konsumpriser og avgiftsnivået er blitt litt høyere. Forskjellen har vært om lag 0,3-0,4 prosentenheter i gjennomsnitt per år.

Norge har tradisjonelt vært nettoeksportør av kraft, men det snudde på slutten av 1990-tallet. Prisen på kraft bestemmes i hovedsak av tilbud og etterspørsel i det nordiske kraftmarkedet, og til en viss grad av kraftbalansen i landene utenfor Norden. Kraftutvekslingen er viktig for Norge. Den reduserer sårbarheten for nedbørsmengder og tilsig. Men de fleste landene som Norge utveksler kraft med, bruker kull-, olje-, gass- og kjernekraft. Slike varmekraftverk har høyere produksjonskostnader enn vannkraften som produseres i Norge. Hvis etterspørselen fortsetter å øke mer enn produksjonen, vil elektrisitetsprisene kunne øke mer enn andre priser også i fremtiden.

Integrasjonen av Kina og andre lavkostland i verdenshandelen har gitt langt lavere priser på ferdigvarer. Disse landenes inntreden i verdenshandelen har samtidig ført til sterk økonomisk vekst og høy etterspørsel etter olje og andre råvarer. Det har drevet energi- og råvarepriser opp.

Oljeprisen har økt fra under 30 dollar per fat i oktober 2003 til rundt 70 dollar i mai i år. Oppgangen skyldes i stor grad økt etterspørsel etter olje, og Kina har stått for en vesentlig del av den globale veksten i etterspørsel etter olje.

Den mer trendmessige stigningen i energiprisene og det trendmessige fallet i importprisene har delvis en felles årsak. Det å fjerne en av effektene og beholde den andre vil derfor kunne gi skjevhet i målet på underliggende inflasjon.<sup>2</sup>

Vi har jevnlig publisert tre mål på underliggende inflasjon i våre inflasjonsrapporter - KPI-JAE, vektet median og trimmet gjennomsnitt (20%). I det siste har vi arbeidet med flere alternative mål på underliggende inflasjon. Ett av disse er en volatilitetsvektet indikator basert på historisk volatilitet i 96 underindekser i KPI (Coicop4-nivå). KPI-vektene er byttet ut med vektet som gir underindeksene som historisk sett har svingt mye, mindre vekt, men ingen indekser tas helt ut. Det betyr at energiprisene er med, men de har betydelig mindre vekt enn i KPI.

Av de målene vi anvender på underliggende inflasjon har det vært en tendens til at KPI-JAE har ligget lavest. Alle de fire målene indikerer samtidig at inflasjonen har vært moderat de senere årene og tilsagt en ekspansiv pengepolitikk.

Gjennom blant annet kompensasjon for tidligere prisvekst, kostnadsoverveltning og forventninger om fremtidig prisvekst kan prisveksten vi nylig har observert påvirke veksten i prisene fremover. Ved ulike mål på underliggende inflasjon søker vi å fange opp den delen av prisstigningen som kan ha betydning for prisveksten fremover. Det vil alltid være vanskelig i sann tid å avgjøre hvilke prisbevegelser som vil vare ved og hvilke som bare vil ha kortvarig effekt på KPI. Vurderingen av det underliggende prispresset bør antakelig bygge på flere ulike indikatorer, og utviklingen i disse bør følges opp av drøfting og tolkning av de bakenforliggende årsakene.

La meg avslutte.

Utviklingen de siste 40 årene har vist oss at det viktigste bidraget pengepolitikken kan gi til en god økonomisk utvikling på lang sikt, er lav og stabil inflasjon. Det gir økonomien et nominelt ankerfeste.

I gjennomføringen av pengepolitikken legger Norges Bank til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt når renten settes. Den fleksible inflasjonsstyringen bygger bro mellom pengepolitikken langsiktige oppgave, som er å forankre forventningene om lav og stabil inflasjon, og det mer kortsiktige hensynet til å stabilisere den økonomiske utviklingen.

I noen situasjoner kan det være ønskelig å bringe inflasjonen raskt tilbake til målet. I andre situasjoner kan det være ønskelig å bruke lenger tid. Det kan i denne sammenheng være riktig å skille mellom forstyrrelser fra tilbudssiden og forstyrrelser fra etterspørselssiden. Horisonten må også ses i lys av utviklingen i boligpriser og gjeld. Men for at pengepolitikken skal virke etter hensikt er det viktig at det er tillit til det nominelle ankeret.

Takk for at dere ville høre på.



## **Fotnoter**

<sup>1</sup>Figuren er hentet fra Archer, D. (2005): "Central-bank communication and the publication of interest rate projections", presentert på Sveriges Riksbanks konferanse: "Inflation targeting: implementation, communication and effectiveness"

<sup>2</sup>Dette saksforhold er diskutert i utdypingen "Measures of core inflation" i Bank of England's inflasjonsrapport fra februar i år