

Gjennomføringen av pengepolitikken

Kommentarer av sentralbanksjef Svein Gjedrem til rapporten Norges Bank Watch 2006, fremlagt 9. mars 2006.

Det tas forbehold om endringer under fremføringen. Arbeidet med den neste inflasjonsrapporten eller rentemøtet 16. mars blir ikke omtalt.

Jeg takker for at CME gjennom Norges Bank Watch igjen har satt av ressurser til en grundig gjennomgang av Norges Banks gjennomføring av pengepolitikken. Jeg takker også for invitasjonen til å kommentere årets rapport. Rapporten er omfattende og drøfter flere problemstillinger.

Rapporten omtaler vår gjennomføring av pengepolitikken i 2005 og i årene før, men også enkelte sider ved vår tolkning av mandatet for pengepolitikken. La meg først kommentere forholdet til forskriften for pengepolitikken.

Som i fjor legger rapporten særlig vekt på hensynet til å stabilisere den nominelle valutakursen. Det vises til at forskriften for pengepolitikken omtaler valutakursen. Rådet fra i fjor om å trykke forskriften i sin helhet i hver inflasjonsrapport gjentas.

Mandatet til Norges Bank gir et utgangspunkt for gjennomføringen av pengepolitikken:

"Pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, herunder også bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal i samsvar med første ledd rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. [2]"

Gjennomføringen av pengepolitikken er delegert til Norges Bank gjennom lov og forskrift. Bankens forståelse av forskriften er grunnlaget når vi setter renten. I tolkningen legger vi vekt på Regjeringens grunngeving for forskriften, på formålet slik det er uttrykt i det første avsnittet, og på vår kunnskap om sammenhengene mellom rente, kronekurs, produksjon, sysselsetting og inflasjon.

Den første setningen i mandatet omtaler kronens verdi. Stabilitet i kronens nasjonale verdi betyr at inflasjonen skal være lav og stabil. Lav og stabil inflasjon bidrar til økonomisk vekst og stabilitet i finans- og eiendomsmarkedene.

Forskriften sier også at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i kronens internasjonale verdi, herunder bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Norges Bank har ikke satt et bestemt mål for nivået på kronekursen. Med åpen handel med utlandet og frie

kapitalbevegelser har vi ikke virkemidler til å finstyre kronekursen. Pengepolitikken oppgave er å gi økonomien et nominelt anker. Inflasjonsmålet er et slikt anker. Stabile forventninger om inflasjonen kan bidra til mer stabile forventninger om utviklingen i kronen, men også veksten i offentlige utgifter og prisene på norske handelsvarer har betydning for hvilken kurs aktørene vil se for seg.

I inflasjonsrapporten gjengis vår tolkning av mandatet. Det gjøres også rede for hvordan ulike trekk ved utviklingen, herunder valutakursen, vil påvirke utsiktene for pengepolitikken.

Over tid vil den reelle valutakursen bestemmes av andre forhold enn pengepolitikken. Realkursen kan måles på flere måter, for eksempel ved relative konsumpriser og relative lønnskostnader mellom Norge og handelspartnerne regnet i felles valuta. Realkursen har svingt mye og har til tider avveket betydelig fra gjennomsnittsnivået siden 1970. Det har likevel vært en tendens til at realkursen har vendt tilbake til dette nivået.

Kostnadsnivået i norsk økonomi sammenlignet med våre handelspartnere fikk et kraftig løft da oljealderen startet. Siden har nivået svingt en del uten en klar tendens til å bli høyere eller lavere. Nivået er over tid blitt tilpasset bruken av oljepenger. Når vi senere kommer til en situasjon der den delen av importbehovet som kan betales med oljepenger avtar, vil norsk konkurransevne måtte forbedres. Et prisbelønnet forskningsarbeid av Farooq Akram ("Oil Wealth and Real Exchange Rates; the FEER for Norway", Norges Bank Working Paper 2004/16) viser at realkursen kan tenkes å måtte returnere til nivåer fra slutten av 1960-tallet, før Norge ble en oljelasjon. Slik depresiering kan oppnås enten ved at pris- og lønnsveksten blir lavere i Norge enn i andre land, eller ved at den nominelle valutakursen svekkes. Det siste vil være den minst smertefulle måten å gjøre det på, og med en fleksibel valutakurs er det også den mest sannsynlige.

Norges Bank Watch tar også opp hvordan pengepolitikken skal ivareta hensynet til finansiell stabilitet. De understreker at faglitteraturen ikke gir entydige anbefalinger om eller hvordan dette skal gjøres. Rapporten uttrykker likevel en bekymring for veksten i boligprisene og kredittveksten. Rapporten viser til at formuespriser, og boligpriser spesielt, kan påvirke husholdningers og bedrifters spare- og investeringsbeslutninger og dermed den realøkonomiske utviklingen. Pengepolitikken kan påvirke utviklingen i inflasjon, produksjon og sysselsetting også gjennom sin virkning på formuesprisene. Denne beskrivelsen stemmer godt overens med vår egen forståelse av økonomiens virkemåte.

Husholdningenes gjeld har økt kraftig siden midten av 1990-tallet. Samtidig har boligprisene økt markert. Utviklingen gjennom 1990-tallet kan vi trolig delvis se på som en forsinket tilpasning til dereguleringen av bolig- og kredittmarkedene på 1980-tallet etter at mange husholdninger brente seg like etter oppmykningen. De siste årene har det vært god vekst i husholdningenes inntekter, de har svært stor fremtidstro, og de opplever trolig inntektsløftet som permanent. Det kan ha gitt en ytterligere stigning i boligpriser og gjeld. I tillegg bidrar nå de lave realrentene.

I land som har hatt liberaliserte kredittmarkeder i lang tid, for eksempel i Danmark, hvor kredittmarkedene har vært liberaliserte i mer enn hundre år, kan man observere en høyere gjeldsandel i husholdningene enn i andre land. Norske husholdninger har høy gjeld, men det

er eksempler på land hvor gjelden er enda høyere når vi sammenlikner med noen av våre handelspartnere.

Vi ser likevel med uro på utviklingen i kredittveksten til husholdningene her til lands. Vi har enkelte eksempler på at uvanlig høye boligpriser i en periode kan ha virkninger i svært lang tid i etterkant. På slutten av 1800-tallet steg boligprisene kraftig i Kristiania. Den massive boligbyggingen som prisveksten førte til preger fortsatt deler av Oslo. Boligmarkedet kollapset den gangen. Behovet for nye boliger var mettet. Først midt på 1980-tallet var de reelle boligprisene tilbake på nivået fra 1899.

Boligprisveksten har vært høy i Norge de siste årene, men ikke spesielt høy sammenliknet med andre land. Vi har begrenset mulighet til å bremse de strukturelle endringene som skjer når husholdningene øker sin gjeld over flere år for å investere i boliger og andre eiendommer og aktiva. En rente som er tilstrekkelig til effektivt å bremse denne tilpasningen ville samtidig hatt uheldige virkninger på aktiviteten i økonomien. Men husholdningene er mer sårbare når gjelden er høy. Lange perioder med sterk vekst i formuespriser og gjeld kan være en kime til senere ustabilitet i produksjon og sysselsetting. Gjeldsutviklingen påvirker også bankenes atferd. Kredittilsynet er tillagt et særlig ansvar for å følge utviklingen i finansinstitusjonene, og vi er glade for at landet har et vel utbygd tilsyn som har fokus på den.

I arbeidet med å lage prognoser for økonomiske størrelser bruker Norges Bank en bred tilnæringsmåte. Løpende statistikk og inntrykk fra Norges Banks regionale nettverk er viktig for å vurdere nåsituasjonen i økonomien. I prognosearbeidet bruker banken flere makroøkonomiske modeller; en kjernemodell og en rekke mindre modeller. Det er likevel ingen mekanisk sammenheng mellom de modellene banken bruker og prognosene. Bankens prognoser er basert på et bredt spekter av forskjellige informasjonskilder og har betydelig innslag av skjønn.

Viktige elementer i vurderingen av hva som er en god rentebane - og som understreker innslaget av skjønn i denne vurderingen - kommer til uttrykk i et sett av kriterier som bør være oppfylt. Kriteriene gjengis i inflasjonsrapporten. Det er satt kriterier for robusthet og finansiell stabilitet. Det er også hensiktsmessig å vurdere rentesettingen mot kryssjekker som enkle pengepolitiske regler.

Den sentrale avveiiingen ligger likevel mellom utsiktene for inflasjonen og utsiktene for kapasitetsutnyttelsen i økonomien, i figuren uttrykt ved produksjonsgapet. Anslagene er fra Inflasjonsrapport 3/05. Dersom pengepolitikken skal forankre inflasjonsforventningene på målet, må renten settes slik at inflasjonen beveger seg mot målet. Inflasjonen bør stabiliseres nær målet innen en rimelig tidshorison, normalt 1-3 år. Under forutsetning av at inflasjonsforventningene er på målet, bør det også være et rimelig størrelsesforhold mellom inflasjonsgapet og produksjonsgapet fram til disse lukkes. Fram i tid bør inflasjonsgapet og produksjonsgapet normalt ikke være positive eller negative samtidig.

Flere av rådene fra Norges Bank Watch kan oversettes til hvordan vi bør veie utsiktene for disse to størrelsene mot hverandre.

Norges Bank har i følge rapporten truffet nokså godt på inflasjonsanslaget gjennom 2005. Inflasjonen har økt noe, men er fortsatt svært lav, selv 2½ år etter at konjunktorene snudde. Fortsatt holdes prisveksten nede av fall i prisene på importerte konsumvarer, økt konkurranse i flere markeder og av at vi har vært inne i en periode med lavere nominelle lønnstillegg. Utviklingen er et resultat av gunstige trekk ved norsk og internasjonal økonomi. Den lave inflasjonen går sammen med vekst i realinntektene og produksjonen. Det kan ikke utelukkes at små åpne økonomier er særlig utsatt for svingninger i internasjonale priser. Avvikene fra inflasjonsmålet i Norge er om lag på linje med Sverige og New Zealand, men større enn i for eksempel Storbritannia og Canada.

Utviklingen de senere årene er også påvirket av at norsk økonomi er blitt utsatt for ganske store gunstige forstyrrelser. Vi illustrerer dette her med utviklingen i bytteforholdet overfor utlandet.

Som konsumenter nyter vi godt av at prisene på mange importvarer faller. Som nasjon tjener vi på at prisene på varer vi importerer, faller i forhold til prisene på varer vi eksporterer. Vi får et bedre bytteforhold til utlandet. Prisutviklingen for olje og gass slår særlig kraftig ut - og den innenlandske økonomien skjermes her et stykke på vei gjennom oljefondsmekanismen - men også fastlandsøkonomien har hatt en stigning i bytteforholdet. Vi skiller oss ut fra våre nordiske naboland.

En skal også være oppmerksom på at tallseriene for veksten i konsumprisene på tolv måneders basis er vesentlig mer volatil i Norge enn i andre land. Vi ser av figuren at konsumprisene i Norge, også når en holder avgifter og energipriser utenom, er mer volatile enn indeksene i andre land hvor disse prisene er med.

Det er ikke svikt i etterspørsel, aktivitet og sysselsetting som ligger bak den lave prisveksten. I gjennomføringen av pengepolitikken veier vi hensynet til å stabilisere inflasjonen nær 2½ prosent over tid mot hensynet til stabil vekst i produksjon og sysselsetting. Med lav inflasjon har vi valgt å holde renten på et lavt nivå og tidvis vurdert en enda lavere rente. Men med god vekst i norsk økonomi siden sommeren 2003, har vi i stedet valgt å bruke noe tid på å bringe inflasjonen tilbake mot målet. 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.