

Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Innledning til høring i Stortingets finanskomite, 23. mai 2005

Det tas forbehold om endringer under fremføringen. Innledningen bygger på Norges Banks «Beretning og regnskap 2004», Inflasjonsrapport 1/2005 og hovedstyrets vurderinger fram til rentemøtet 20. april.

Jeg vil benytte anledningen til å takke for at jeg på vegne av Norges Bank igjen får komme til Stortingets finanskomite for å redegjøre for og svare på spørsmål om pengepolitikken i forbindelse med Stortingets behandling av regjeringens kredittmelding. Innledningen bygger på bankens årsberetning, men er oppdatert med hovedstyrets vurderinger fram til forrige rentemøte.

Fleksibel inflasjonsstyring

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot lav og stabil inflasjon. Det er det viktigste bidraget pengepolitikken kan gi til en god økonomisk utvikling på lang sikt.

Inflasjonsmålet gir bedrifter og husholdninger et ankerfeste for forventninger til fremtidig inflasjon. Når det er tillit til inflasjonsmålet, kan pengepolitikken også bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting blir tillagt vekt når vi setter renten. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorison, normalt 1-3 år. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

Vi er blitt mer åpne om grunnlaget for beslutningene om renten de senere årene. I egne uttalelser etter rentemøtene, pressekonferanser, inflasjonsrapporter og foredrag blir det gjort rede for trekk ved utviklingen i økonomien som har betydning for hovedstyrets avveininger og beslutninger om renten. Alt er tilgjengelig på internett. De enkelte rentevedtakene er forankret i en strategi for rentesettingen som hovedstyret trekker opp hver fjerde måned. Strategien gjøres kjent like etter at den er vedtatt og i forkant av den perioden den gjelder for.

Utviklingen i inflasjonen i 2004 og første del av 2005

Fra desember 2002 til mars 2004 ble renten satt ned med i alt 5,25 prosentenheter. Renten har siden vært 1,75 prosent. Rentenedgangen kan tilskrives flere forhold. Senhøstes 2002 begynte prisstigningen å falle. Også anslagene for inflasjonen framover ble justert ned. Etter hvert kom det stadig ny informasjon om utsiktene i andre land og forhold ved norsk økonomi som tilsa at inflasjonen kunne bli svært lav.

Inflasjonen avtok markert fra sommeren 2003 og fortsatte å falle fram til våren 2004. Etter dette har konsumprisveksten tatt seg opp, men sakte. Lave renter ute og gode priser på norske handelsvarer har dempet virkningen av den lave renten på kronkursen. Økt import fra lavprisland, konkurranse og mer effektive norske produksjons- og handelsledd har også holdt inflasjonen nede. For ett år siden var den underliggende inflasjonen nær null. I april i år var konsumprisveksten justert for avgifter og uten energivarer 0,8 prosent regnet fra samme måned i fjor. Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har vært høyere og tatt seg opp det siste året.

Korrigert for den direkte virkningen som rentefallet har hatt på husleier og for lavere barnehagesatser, var prisstigningen i april 1,0 prosent. Også alternative mål på den underliggende inflasjonen viser at den har tatt seg noe opp.

Bakgrunnen for avvikene fra inflasjonsmålet i 2004 og første del av 2005

Prisene på importerte konsumvarer fortsatte å falle gjennom 2004, men mindre markert enn året før. Svakere krone i 2003 bidro til at prisene på klær og skotøy falt mindre enn tidligere, og nedgangen i prisene på lyd- og bildeutstyr avtok. Fallet har imidlertid tiltatt de første månedene i år. De store variasjonene i prisene på en del importerte konsumvarer, særlig klær og skotøy, kan gi uventede utslag i konsumpristallene fra måned til måned.

I 2004 bidro prisfall på en del tjenester sterkt til å holde prisveksten nede. Særlig falt prisene på flyreiser og teletjenester mye. Økt konkurranse har her trolig bidratt til reduserte driftsmarginer og tvunget fram økt produktivitet. De siste månedene har prisene på flyreiser tatt seg opp igjen.

Også veksten i matvareprisene var svært lav i fjor. Nyetableringer kan her ha bidratt til økt konkurranse. I det siste har også disse prisene økt noe.

Lav prisvekst i Norden

Inflasjonen har også falt i de andre nordiske landene og er forholdsvis lav. Økt effektivitet i varehandelen og tjenesteyting og lav prisstigning på importerte konsumvarer har vært felles faktorer. I svært åpne økonomier som de nordiske må vi kanskje vente noe større svingninger i inflasjonen enn i andre land. Inflasjonen har holdt seg mer oppe i euroområdet selv om utviklingen i aktiviteten er svak der.

Stabile inflasjonsforventninger

Erfaringene 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. Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men hindre de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser.

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.

Spørreundersøkelser utført av TNS Gallup viser at prisforventningene på 2 og 5 års sikt har vært omtrent uendret det siste året. Et utvalg økonomer venter at den årlige inflasjonen blir om lag 2 ½ prosent om fem år og noe lavere om to år.

Norges Bank har vært opptatt av å motvirke at inflasjonsforventningene faller. Gjennom første halvår 2004 sa vi:

*"Med den lave prisstigningen vi har nå, er det riktig å være særlig aktpågivende i forhold til utviklingen i konsumprisene."*¹

I rentemøtene fra september til november sa hovedstyret at *"det må rettes særlig oppmerksomhet mot forhold som kan utsette en oppgang i inflasjonen."*²

Inflasjonen tok seg opp mot slutten av fjoråret. Da vi ble noe mer trygge på at inflasjonen ikke ville falle videre, men heller så ut til å være på vei opp, lot vi være å gjenta dette utsagnet.

Produksjon og sysselsetting

Etter en avmatting rundt årsskiftet 2002/2003 tok veksten i norsk økonomi seg markert opp gjennom fjoråret. Oppgangen har vært bred. Lettelser i pengepolitikken bidro til sterk oppgang i privat konsum og i boliginvesteringene. Aktiviteten i tjenesteytende næringer og i bygge- og anleggsbransjen har økt kraftig. Høye oljeinvesteringer, oppgangen i internasjonal økonomi, svakere krone og lavere lønnsvekst bidro til større aktivitet i industrien. Lønnsomheten for foretakene i Fastlands-Norge er blitt bedre.

Etter hvert har også bedriftene i Fastlands-Norge økt sine realinvesteringer. Det kan dermed se ut til at veksten i norsk økonomi er blitt mer selvdreven.

Selv med sterk oppgang i produksjonen har antallet sysselsatte ikke økt mye hittil i konjunkturoppgangen. Målt i timeverk var det derimot god vekst i sysselsettingen i fjor. Den registrerte arbeidsledigheten har falt litt det siste året. Produktiviteten har trolig økt mer enn normalt i en del næringer i første del av konjunkturoppgangen. Det markerte fallet i sykefraværet kan ha redusert behovet for å hyre nye folk.

Kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi har økt, selv om sykefraværet har falt og offentlige og private virksomheter er blitt mer effektive. Produksjonsgapet er et mål på kapasitetsutnyttelsen i økonomien. Et positivt produksjonsgap tolker vi som at produksjonen og kapasitetsutnyttelsen er høyere enn det som er forenlig med stabil inflasjon over tid.

Den høye renten i 2002 og styring av statens utgifter bidro til at kostnadsveksten i næringslivet og i offentlige virksomheter har vært vesentlig lavere de siste to årene. Lettelser i pengepolitikken gjennom 2003 og i begynnelsen av 2004, og den lave renten i fjor, bidro til å bringe kapasitetsutnyttelsen opp mot et normalt nivå. Norsk økonomi ser ut til å ha landet ganske mykt etter en periode med svake konjunkturer ute og med høy lønns- og kostnadsvekst her hjemme.

Himmelen er likevel ikke skyfri.

Selv om veksten i USA var god i fjor og i første kvartal i år, og Kina vokser videre, er utviklingen i euroområdet svak - arbeidsledigheten holder seg høy, og konsumentenes tro og tillit viker.

Det er særlig store ubalanser i verdenshandelen og i betalingene mellom landene. Underskuddet i USA motsvares av overskudd i andre land, særlig i Asia.

Sterk etterspørsel i USA har holdt veksten i verdensøkonomien oppe. Økte ubalanser bidrar til usikkerhet om den økonomiske utviklingen i mange land. Dessuten kan den høye oljeprisen dempe veksten ute.

Nærmere om kommunikasjonen og gjennomføringen av pengepolitikken

Utviklingen i renten i andre land har vært et viktig bakteppe for norsk rentesetting. Svak vekst i verdensøkonomien høsten 2002 og inn i 2003 førte til lavere rente ute, og den holdt seg lav vesentlig lenger enn ventet, her illustrert ved den faktiske og forventede renteutviklingen i USA. Sammen med utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene og fare for redusert tilgang på olje bidro til sterk krone i 2002. Etter hvert som vi satte ned renten, svekket kronen seg markert. Denne utviklingen i kronen stoppet opp vinteren 2004. Vi begynte på nytt å se tegn til sterkere krone. Samtidig holdt inflasjonen seg lav. Norges Bank la derfor vekt på utviklingen i renten i andre land, og i mai 2004 uttalte vi at:

*"Utsiktene for inflasjonen i Norge tilsier at vi ikke vil ligge i forkant når rentene i andre land justeres opp."*³

I rentemøtene fra september 2004 fram til februar 2005, etter at styringsrentene hadde økt i flere andre land, ble formuleringen endret til: *"at vi bør ligge etter andre land i justeringen av rentene mot et mer normalt nivå."*⁴

I februar i år gikk vi bort fra denne formuleringen. Bakgrunnen er at sentralbankene i andre land, som USA, Canada, Storbritannia, Australia, New Zealand og Sveits, hadde økt sine renter. I våre nærmeste naboland - Sverige og landene i euroområdet - samt Japan, har renten vært uendret. I gjennomsnitt har renten hos våre handelspartnere økt med 0,3 prosentenheter i denne konjunkturfasen.

Etter at renten var kommet ned til 1,75 prosent ga vi uttrykk for at usikkerhet om effektene av tidligere lettelsener i pengepolitikken og den uvanlig lave renten på den ene siden tilsa at vi ville være varsomme med ytterligere rentenedsettelsener. Samtidig tilsa utsikter til lav inflasjon en stund fremover at det skulle store avvik til fra den anslåtte økonomiske utviklingen før renten burde økes. Den økonomiske utviklingen i andre halvår 2004 var i stor grad som ventet. Rentene ble i tråd med våre uttalelser holdt uendret. Etter hvert erfarte vi at lettelsene virket. Usikkerheten ble mindre.

Kronekursen

De første tegnene på at reduksjonene i renten ga utslag, kom i valutamarkedet. Renteforskjellen mot andre land falt. Det ble mer attraktivt å låne og mindre lønnsomt å

plassere i norske kroner. Kronekursen snudde og svekket seg gjennom 2003 og inn i 2004. Fallet i verdien av kronen bremset nedgangen i prisene på importerte varer. Denne virkningen kom gradvis.

Høyere priser på olje og gass og andre eksportvarer - et bedret bytteforhold - har økt Norges disponible inntekt. I finansmarkedene kan det da oppstå forventninger om økt etterspørsel etter varer og tjenester, slik at kampen om realressursene vil gi svakere konkurranseevne.

Ser vi langt nok fram vil vi imidlertid kunne dekke en mindre del av vår import med løpende oljeinntekter og trekk på Petroleumsfondet. Da må konkurranseevnen bedres.⁵

Den nominelle kronekursen var i mars 2004 på sitt svakeste nivå siden sommeren 2001.⁶ Siden våren i fjor har kronen styrket seg. Styrkingen var uønsket fordi den utsatte oppgangen i inflasjonen. Den var også i utgangspunktet litt uventet. Dels ble kronen påvirket av at rentene ute holdt seg lave. Nå i ettertid kan det også synes som at høye priser på olje og gass og andre eksportvarer har bidratt til en ganske sterk krone.

Høyere oljepris betyr større overskudd på driftsbalansen og økte inntekter til fordeling mellom oljeselskapene og staten. Oljeselskapenes økte inntekter og overskudd vil i stor grad bli plassert ute. Ekstra oljeinntekter til staten blir i det vesentlige investert i utlandet gjennom Statens petroleumsfond. Kapitalutgangen via oljeselskapene og petroleumsfondet bidrar både til å holde verdien av kronen nede og til å stabilisere den.

Selv om overskudd fra petroleumsvirksomheten i stor grad blir investert ute, er det også blitt satt mer oljepenger i sirkulasjon i norsk økonomi enn tidligere. Oljeinvesteringene stiger betydelig i år. Dessuten har bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet økt de senere årene. Fremover er det utsikter til at strømmen av oljepenger inn i norsk økonomi kan avta.

Utviklingen i den nominelle og reelle kronekursen det siste året må trolig ses på bakgrunn av bedringen i bytteforholdet og at det er blitt mer oljepenger i sirkulasjon i norsk økonomi.

Etter at flere dyre lønnsoppgjør - og en kort periode med sterk krone - hadde svekket lønnsomheten i norsk næringsliv, bidro fallet i kronen og mer moderate lønnstillegg til å dempe nedgangen i aktiviteten og sysselsettingen. Men næringslivets kostnader er høye, og konkurranseevnen målt ved relative lønnskostnader er fortsatt ganske svak. Den er nå knapt 5 prosent svakere enn gjennomsnittet for perioden 1970-2004, og om lag 15 prosent svakere enn på midten av 1990-tallet. Industrien gjør det likevel godt akkurat nå fordi det er gode priser og markedet.

Lave realrenter

Lettelsene i pengepolitikken har gitt lave realrenter. De kortsiktige realrentene er redusert med knapt fire prosentenheter siden slutten av 2002.

Trolig er det ikke bare endringer i realrenten som betyr noe, men også nivået. Fra desember 2002 til mars 2004 har renten endret seg fra å være høy til å bli lav. Realrenten er nå lavere enn en realrente som gir balanse i økonomien på lang sikt - den nøytrale realrenten. En realrente under den nøytrale vil bidra til å stimulere aktiviteten og skape press i økonomien,

selv etter at virkningene av selve rentefallet ebber ut. Beregninger kan indikere, på usikkert grunnlag, at den nøytrale realrenten for Norge ligger i området 2½ til 3½ prosent. Den har trolig avtatt noe de senere årene.

Realrentene etter skatt på boliglån og på innskudd i banker er også svært lave. Norske husholdninger har mer gjeld enn innskudd.

Rentefallet fikk boligprisene til å vokse. Høyere boligformue gir økte lånemuligheter som blir brukt. Husholdningenes gjeld har steget 11-12 prosent det siste året. Økningen i gjelden skyldes trolig dels strukturelle tilpasninger over tid til et fritt lånemarked, og dels den lave renten. Den økte gjeldsbelastningen gjør husholdningene mer sårbare. En gradvis normalisering av renten vil trolig bidra til å dempe veksten i boligprisene og etter en tid bringe låneveksten ned.

Avslutning

To og et halvt år etter at vi begynte å senke renten, kan det se ut til at prisstigningen er på vei opp, om enn sakte. Inflasjonen er lav, men indeksene er også preget av midlertidige og tilfeldige forstyrrelser. Etter hvert har bedriftene i Fastlands-Norge også økt sine realinvesteringer. I de pengepolitiske vurderingene i siste inflasjonsrapport ga hovedstyret uttrykk for at veksten i norsk økonomi er blitt mer selvdreven. Utnyttelsen av produksjonskapasiteten ligger nå nær det normale, og den øker. Samtidig har hovedstyret også betont flere usikre momenter, blant annet knyttet til de store ubalansene i handel og betalingsstrømmer mellom land.

Fotnoter

¹ Se pressemeldinger fra Norges Bank 21. april og 26. mai. Også i pressemeldingene etter rentemøtene 17. desember 2003, 28. januar, 11. mars og 1. juli 2004 var det liknende formuleringer.

² Se pressemeldinger fra Norges Bank 22. september og 3. november.

³ Se pressemelding fra Norges Bank 26. mai 2004.

⁴ Se pressemeldinger etter rentemøtene i perioden fra 22. september til 2. februar 2005.

⁵ Se Akram, Q.F (2003) "Reell likevektsvalutakurs for Norge", Norsk økonomisk tidsskrift, nr. 2, s. 89-112, og "Oil wealth and real exchange rates: The FEER for Norway". Working Paper No. 2004/16, Norges Bank, av samme forfatter.

⁶ Målt ved den importveide indeksen I-44.