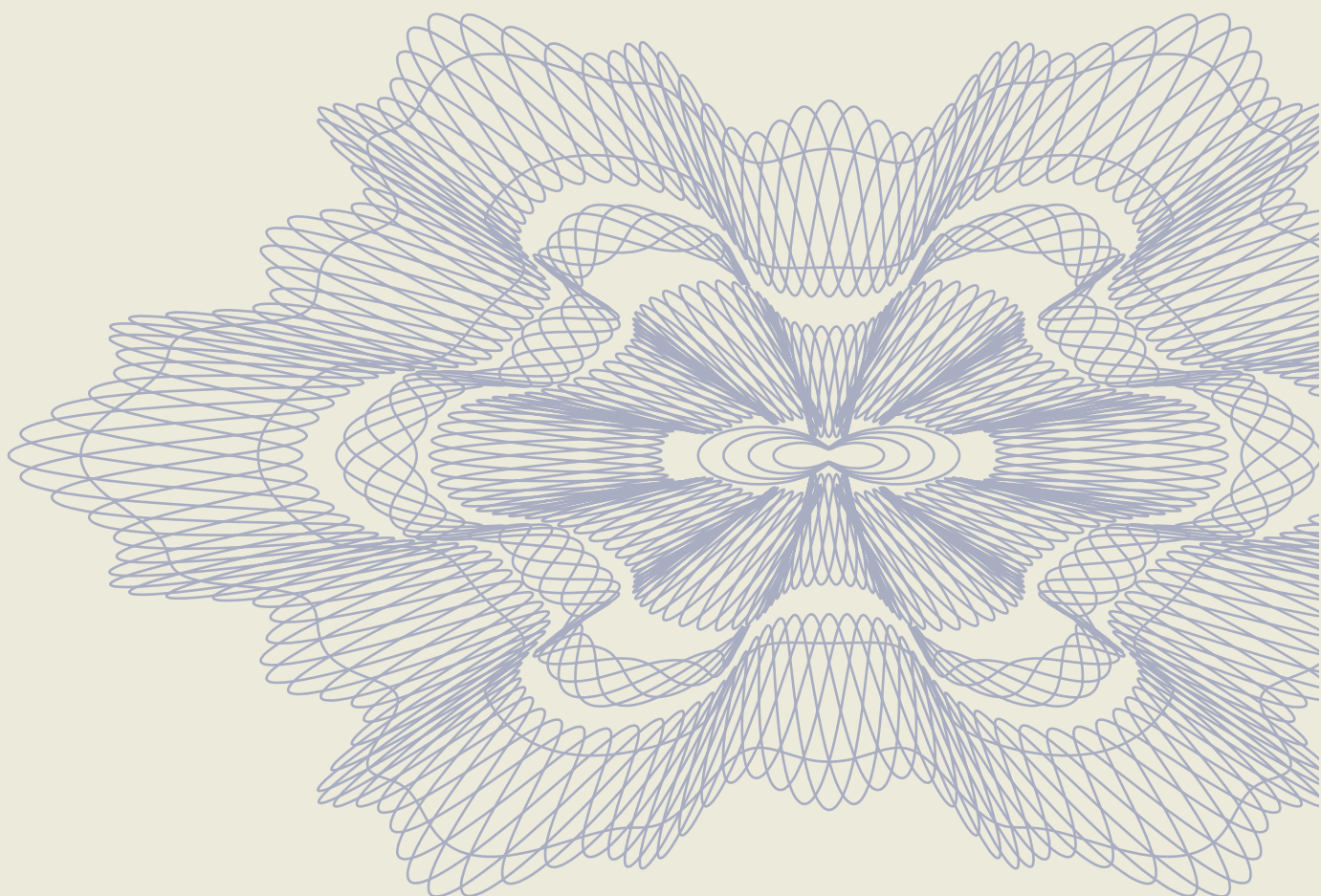


Norges Banks rapportserie
Nr. 4-2003

Beretning om pengepolitikken 2003 - de første åtte månedene



Pengepolitikken i Norge

Mål

Regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken i Norge. Det operative målet er en vekst i konsumprisene over tid på 2½ prosent. Det tas i utgangspunktet ikke hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser. Norges Bank legger særlig vekt på utviklingen i konsumprisveksten justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) i vurderingen av underliggende inflasjon.

Kommunikasjon og rapportering

Utfallet av rentemøtet blir offentliggjort kl 14.00 samme dag. Banken holder pressekonferanse kl 14.45 samme dag, også når det ikke er fattet vedtak om renteendring. Pressemeldingen og pressekonferansen er tilgjengelig på www.norges-bank.no.

Vurdering av utsiktene for inflasjonen legges normalt fram i inflasjonsrapporten som publiseres tre ganger i året, i februar/mars, juni og oktober. Inflasjonsrapportene redegjør også for pengepolitikken i forrige firemånedersperiode. I tillegg rapporterer Norges Bank om gjennomføringen av pengepolitikken i sin årsberetning. Bankens rapporteringsplikt har sin bakgrunn i grunnlovens § 75c om at Stortinget skal føre tilsyn med rikets pengevesen, og i sentralbanklovens §3¹. Årsberetningen blir sendt til Finansdepartementet, forelagt Kongen i statsråd og meddelt Stortinget i Regjeringens kredittmelding. Fra og med høsten 2003 er det lagt opp til åpne høringer i Stortingets finanskomité i forbindelse med behandlingen av kredittmeldingen.

¹ Nytt fjerde ledd forventes satt i kraft i løpet av høsten.

Denne beretningen om pengepolitikken utgis som et ekstranummer i Norges Banks rapportserie, som ellers består av inflasjonsrapportene og rapportene om finansiell stabilitet. Beretningen er også tilgjengelig på Norges Banks internetsider: www.norges-bank.no, under "brev" og "publikasjoner".

Abonnement: Rapportserien følger med abonnementet på Penger og Kreditt, som koster kr 250 per år (inkl mva). Bestilling kan foretas over internett: www.norges-bank.no, under «publikasjoner» eller ved innbetaling på bankgiro 0629.96.26820 eller ved henvendelse til:

Norges Bank, Abonnementservice
Postboks 1179 Sentrum
0107 Oslo

Telefon: 22 31 63 83
Telefaks: 22 41 31 05
E-post: central.bank@norges-bank.no

Omslag og grafisk utforming: Grid Strategisk Design AS
Sats og trykk: Reclamo grafisk senter as
Teksten er satt med 11½ pkt. Times

ISSN 0807-8521

Beretning om pengepolitikken 2003 - de første åtte månedene¹⁾

1.	Innledning	5
2.	Om gjennomføringen av pengepolitikken	6
3.	Pengepolitikken i 2003	11
4.	Vurdering av pengepolitikken	18
5.	Oppsummerende og avsluttende merknader	36

Vedlegg

	Beregning av produksjonsgap for Fastlands-Norge	44
	Brev fra Finansdepartementet til Norges Bank av 13. juni 2003	46

¹⁾ Denne beretningen er utarbeidet i forbindelse med brev til Finansdepartementet 17. september 2003. Dette brevet var svar på brev fra Finansdepartementet til Norges Bank av 13. juni 2003, se vedlegg 2

1 | Innledning

Denne beretningen er i hovedsak bygget opp som Norges Banks årsberetning for 2002. Innledningsvis drøftes visse prinsipielle sider ved pengepolitikken. Videre gjøres det rede for informasjonsgrunnlaget og rentebeslutningene i de første åtte månedene av 2003. På samme måte som i Norges Banks årsberetning for 2002 vurderes deretter pengepolitikken ut fra følgende kriterier:

- Konsumprisveksten i 2003 og bakgrunnen for avvik fra målet
- I hvilken grad har rentesettingen i 2003 styrket utsiktene til at inflasjonen to år fram i tid kommer nær inflasjonsmålet?
- Har rentesettingen bidratt til stabilitet i produksjon og sysselsetting?
- Har pengepolitikken i 2003 understøttet tilliten til at fremtidig inflasjon vil være 2½ prosent?
- Var pengepolitikken i 2003 forutsigbar for aktørene i finansmarkedene?

Redegjørelsen avsluttes med en oppsummering og enkelte merknader om pengepolitikken og samspillet i den økonomiske politikken.

2 | Om gjennomføringen av pengepolitikken

2.1 Målet og grunnlaget for beslutningene

Regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken i Norge. Det operative målet er en vekst i konsumprisene over tid på 2½ prosent. Målet for pengepolitikken gjenspeiler at lav og stabil inflasjon er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til å nå målet om stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Det er en nødvendig forutsetning for å oppnå stabile forventninger om valutakursutviklingen og er således et ankerfeste også for kronekursen.

Norges Bank setter renten slik at fremtidig inflasjon skal bli lik inflasjonsmålet på 2½ prosent. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Inflasjonen i dag gir derfor ikke tilstrekkelig informasjon om hva renten bør være nå. Våre analyser tyder på at en vesentlig del av virkningene av en renteendring kommer innen to år. To år er derfor normalt et rimelig tidsperspektiv for å nå inflasjonsmålet. En slik pengepolitikk vil normalt også bidra til å stabilisere produksjonen og sysselsettingen. En nærmere drøfting av dette er gitt i avsnitt 2.2.

Konsumprisveksten blir påvirket fra måned til måned av tilfeldige og midlertidige forhold som ikke kan motvirkes av pengepolitikken. Norges Bank skal derfor i utgangspunktet ikke ta hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser. Det blir lagt særlig vekt på utviklingen i konsumprisveksten justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE). Fremover vil Norges Bank i tillegg korrigere for endringer i barnehagesatsene som følge av innføring av maksimalpris på barnehageplasser.

Norges Bank går normalt gradvis fram med renteendringer. Det skyldes at det er usikkerhet om situasjonen i økonomien, om hvilke andre forstyrrelser økonomien kan bli utsatt for og om hvor raskt en renteendring påvirker prisstigningen. I visse tilfeller vil en imidlertid kunne gå raskere fram. Renten kan bli endret raskt og markert hvis det er risiko for at inflasjonen kan avvike mye fra målet over lengre tid slik at prisstigningsforventningene kan bli påvirket, eller når sterk uro i finansmarkedene eller en forhandlingsdrevet økning i kostnadene tyder på at tilliten til pengepolitikken står i fare.

Norges Bank har ikke et bestemt mål for nivået på kronekursen. Utviklingen i kronekursen har likevel vesentlig betydning når renten blir fastsatt. Reaksjonen på en endring

i valutakursen vil avhenge av hvordan endringen vurderes å påvirke inflasjonen. Det krever en vurdering av årsaken til endringen og hvor varig den vil være. Kortsiktige svingninger i kronkursen vil trolig i liten grad påvirke den økonomiske utviklingen, mens varige endringer kan få betydning. Det er imidlertid vanskelig å fastslå om kursbevegelser er permanente eller midlertidige. Norges Bank går derfor normalt gradvis fram med eventuelle renteendringer som reaksjon på kursbevegelser.

Anslagene og analysene i Norges Banks inflasjonsrapporter danner sammen med den løpende vurderingen av pris- og kostnadsutsiktene, produksjonen og sysselsettingen og forholdene i penge- og valutamarkedene, grunnlaget for beslutninger om renten. For å bedre beslutningsgrunnlaget har Norges Bank etablert et regionalt nettverk som henter inn informasjon fra bedrifter og offentlige virksomheter, se nærmere omtale i årsberetningen for 2002.

Utviklingen i inflasjonen, justert for enkelte midlertidige forhold, gir et utgangspunkt for å vurdere rentesettingen. Det er her av betydning at det operative målet for pengepolitikken er en vekst i konsumprisene *over tid* på 2½ prosent og ikke en slik inflasjon til *enhver tid*. Det må samtidig tas hensyn til den treffsikkerheten som det er realistisk å stille i utsikt for pengepolitikken. Norges Bank uttalte seg om det pengepolitiske mandatet i brev til Finansdepartementet av 27. mars 2001. Her het det blant annet:

”Dersom det oppstår vesentlige avvik mellom den faktiske prisutviklingen og målet for pengepolitikken, vil banken redegjøre for dette i årsberetningen. Det vil bli lagt særlig vekt på eventuelle avvik utenfor intervallet på +/- 1 prosentpoeng.”

Det vil alltid være en usikkerhet i den økonomiske utviklingen og prisstigningen. Det må derfor utøves faglig skjønn i rentesettingen. Erfaringene med usikkerhet i inflasjonsanslag kan tilsi at når pengepolitikken innrettes mot å nå målet på 2½ prosent vil inflasjonen i rundt 80 prosent av tiden holde seg innenfor et intervall på +/- 1 prosentpoeng rundt målet. En slik treffsikkerhet samsvarer med erfaringene fra andre land med inflasjonsstyring. Disse anslagene bygger imidlertid på erfaringer i en periode som var preget av lav og stabil inflasjon i OECD-landene. I perioder med svært høy inflasjon ute og perioder med inflasjon rundt null eller negativ inflasjon vil det trolig være større usikkerhet knyttet til anslagene.

2.2 Nærmere om avveininger i pengepolitikken

Når inflasjonen avviker fra 2½ prosent, kan flere ulike strategier for rentesettingen benyttes for å bringe inflasjonen tilbake til målet. Når avvikene er store, vil et sentralt spørsmål i pengepolitikken være hvor raskt en skal gå fram.

Utgangspunktet er at pengepolitikken ikke i særlig grad kan påvirke konsumprisveksten de nærmeste månedene. Mange priser er avtalt for en periode fram i tid. Skulle pengepolitikken ha som mål å bringe inflasjonen raskt tilbake til målet, for eksempel i løpet av et halvt år, må renten trolig settes slik at valutakursen endres betydelig. En slik strategi vil samtidig kunne gi kraftige utslag i etterspørsel og produksjon av varer og tjenester og i sysselsettingen. Dette omtales i den teoretiske litteraturen som streng inflasjonsstyring, se for eksempel Svensson (2002)¹. En mer fleksibel tilnærming kan være å bruke noe lengre tid på å bringe inflasjonen tilbake til målet, såkalt fleksibel inflasjonsstyring. Det vil gi mindre utslag i etterspørsel og produksjon enn streng inflasjonsstyring.

I mange tilfeller vil en renteendring bidra til å bringe både inflasjonen og samlet etterspørsel i ønsket retning. Et uventet fall i samlet etterspørsel etter varer og tjenester vil for eksempel føre til at både prisstigningen og produksjonen og sysselsettingen avtar. Lavere rente vil da lede til at både etterspørselen og prisveksten tar seg opp igjen. Andre forstyrrelser kan imidlertid skape en konflikt mellom prisstabilitet og stabilitet i realøkonomien på kort sikt. For eksempel kan forhandlingsdrevet lønnsøkning samtidig øke inflasjonen og svekke sysselsettingen. En strammere pengepolitikk vil da bidra til å få inflasjonen ned, men samtidig kunne redusere produksjon og sysselsetting ytterligere. Ofte vil ulike typer uventede begivenheter inntreffe samtidig. Sentralbanken må da avveie utslagene i produksjon og sysselsetting på den ene siden og utslagene i inflasjonen rundt inflasjonsmålet på den andre siden. Hvis utviklingen i lønnsveksten tyder på at det ikke er tillit til pengepolitikken eller at lønnsdannelsen ikke er forankret i inflasjonsmålet, vil hensynet til lav og stabil inflasjon veie tungt.

Valg av horisont for pengepolitikken sier implisitt noe om avveiningene i pengepolitikken. En sentralbank som legger stor vekt på jevn utvikling i inflasjonen og liten vekt på stabil utvikling i produksjon og sysselsetting, vil velge

¹ Svensson, Lars E. O. (2002): "Monetary Policy and Real Stabilization", i "Rethinking Stabilisation Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City.

² Se for eksempel Frank Smets (2000), "What horizon for price stability?", ECB Working Paper No. 24.

en kort horisont. En sentralbank som legger stor vekt på utviklingen i realøkonomien vil velge en lang horisont.²

Normalt vil Norges Bank sette renten med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent to år fram i tid. Det hadde imidlertid generelt vært mulig å nå inflasjonsmålet på kortere sikt ved å endre renten raskere og sterkere. Norges Bank har derfor lagt til grunn et fleksibelt inflasjonsmål, hvor både variasjon i produksjon og inflasjon tillegges vekt. Bak valget av horisonten på to år ligger det en oppfatning av hvordan renten påvirker forløpet for inflasjon og produksjon, samt sentralbankens avveining mellom variasjonen i disse to størrelsene.³

Inflasjonsmålet er en ramme, ikke et hinder, for at pengepolitikken vil bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Dette formålet kommer også til uttrykk i forskriften om 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.”

I rentesettingen vil derfor hele forløpet for inflasjonen og realøkonomien fremover være med i vurderingene. I situasjoner der sentralbankens prognoser tilsier at inflasjonen på to års sikt er lik målet, men det samtidig er store ledige ressurser, kan det for eksempel være hensiktsmessig å innrette pengepolitikken slik at anslagene for inflasjonen midlertidig kan komme til å overskyte målet noe for å rette opp ubalansene i realøkonomien. Med tillit til inflasjonsmålet i finans- og valutamarkedene har Norges Bank større mulighet enn ellers til også å ivareta hensynet til stabilitet i realøkonomien. Tilsvarende vil muligheten øke etter hvert som inflasjonsmålet blir innarbeidet som anker for lønnsdannelsen. I tilfeller hvor det er risiko for at inflasjonen kan avvike mye over lengre tid fra målet, eller tilliten til pengepolitikken står i fare, kan det være riktig å endre renten raskt og markert.

2.3 Arbeidet med rentesettingen

I årsberetningen for 2002 ble det redegjort for hovedstyrets arbeid med rentesettingen. Som beskrevet der har hovedstyret en særlig grundig drøfting av pengepolitikken hver sjette uke. Eventuelle vedtak om renteendringer eller andre viktige omlegginger i virkemiddelbruken i pengepolitikken vil normalt bli truffet i disse møtene. Når det i andre sammenhenger gis vurderinger av nye trekk

³ Hvordan renten påvirker forløpet for inflasjon og produksjon er nærmere omtalt i en ramme i Inflasjonsrapport 4/2000: ”Virkninger av en renteendring”.

ved konjunkturutviklingen som er av vesentlig betydning for inflasjonsutviklingen og rentesettingen, slik som for eksempel i årstalen 2003 og sentralbanksjefens tale i Centre for Monetary Economics (CME) i juni i år, konsulteres hovedstyrets medlemmer på forhånd.

Hovedstyrets samlede overveielser og vurderinger kommer til uttrykk i strateginotatet⁴ og i den innledning som gis i pressekonferansen umiddelbart etter rentemøtene.

⁴ Strateginotatet beskriver hovedstyrets pengepolitiske strategi de neste 4 månedene. Strateginotatene publiseres ved strategiperiodens utløp. Se for eksempel vedlegg til Inflasjonsrapport 2/03.

3 | Pengepolitikken i 2003

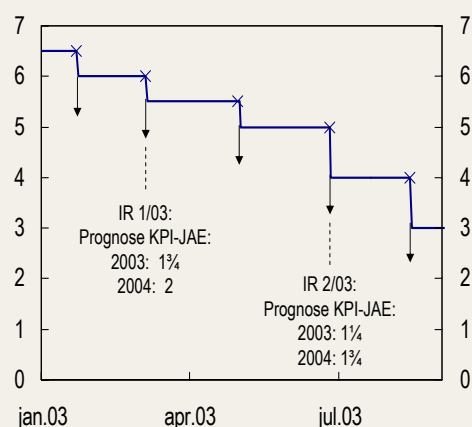
I inflasjonsrapportene i år er det tatt inn en bred omtale av pengepolitikken som har vært ført. Fremstillingen nedenfor bygger i stor grad på denne omtalen.

Mens rentene i USA og Europa var lave i 2002, holdt den særnorske høykonjunkturen seg. Forskjellen i konjunktorene slo ut i kronekursen. Det trakk isolert sett i retning av lavere inflasjon. Men bakgrunnen for styrkingen av kronen var den særnorske høykonjunkturen med høy lønnsvekst. I vurderingen av utsiktene for inflasjonen ville kronestyrringen ikke fullt ut motvirke sterkere lønnsvekst og høyere vekst i innenlandsk etterspørsel. På ett års sikt ville kronekursen dominere og trekke inflasjonen under 2½ prosent, men på lengre sikt ble det antatt at virkningene av styrkingen av kronen ville avta, og at virkningene av den sterke lønnsveksten ville dominere. Det var derfor riktig med en stram pengepolitikk.

Mot slutten av 2002 tydet den løpende informasjonen på at veksten i produksjon og sysselsetting kunne bli svakere enn det Norges Bank tidligere hadde regnet med. Inflasjonen på to års sikt så ut til å bli lavere enn målet. Det var også tegn til at vi var inne i en utvikling hvor utsiktene forverret seg relativt raskt. Den 11. desember ble renten satt ned med 0,5 prosentpoeng til 6,5 prosent. Med en rente på 6,5 prosent så Norges Bank det som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli lavere enn 2½ prosent enn at den ville bli høyere. Det vises til nærmere omtale i årsberetningen for 2002.

Norges Bank reduserte styringsrenten med 0,5 prosentpoeng til 6 prosent den 22. januar 2003. Den 5. mars og 30. april ble styringsrenten også satt ned med 0,5 prosentpoeng ved hvert møte. Både 25. juni og 13. august ble styringsrenten satt ned med 1 prosentpoeng. Ved utgangen av august 2003 var styringsrenten 3,0 prosent, se figur 1.

Figur 1 Pengepolitikken i 2003 – foliorenten¹⁾



¹⁾ Tidspunktet for rentemøter er markert med kryss. Norges Banks syn på inflasjonen to år fram etter rentebeslutningen er indikert med pil fra krysset. Pil nedover betyr at Norges Bank etter rentebeslutningen så det som mer sannsynlig at inflasjonen om to år ville bli lavere enn 2½ prosent enn at den ville bli høyere.

Kilde: Norges Bank

3.1 Rentemøtet 22. januar

På rentemøtet 22. januar besluttet Norges Banks hovedstyre å senke styringsrenten med 0,5 prosentpoeng, til 6,0 prosent. Med en rente på 6,0 prosent så Norges Bank det som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli lavere enn 2½ prosent enn at den ville bli høyere.

Kronen hadde fortsatt å styrke seg etter rentereduksjonen 11. desember og var om lag 3 prosent sterkere enn forutsatt i referansebanen for inflasjonsrapporten fra oktober (Inflasjonsrapport 3/02). Dette var også vesentlig sterkere enn det som lå til grunn for hovedstyrets strategivedtak i oktober (Strateginotat 3/02) og på linje med en bane i den inflasjonsrapporten som ble lagt fram samtidig, hvor inflasjonen ble lavere enn målet på to års sikt. På denne bakgrunn ble renten satt lavere enn det intervallet som var antydnet i Strateginotat 3/02.

3.2 Rentemøtet 5. mars

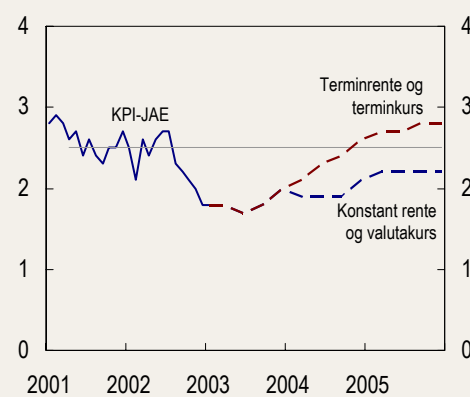
Anslagene for veksten i produksjon og sysselsetting ble nedjustert i inflasjonsrapporten i mars (Inflasjonsrapport 1/03) sammenliknet med rapporten fra oktober. Dette reflekterte blant annet at vekstutsiktene internasjonalt var svekket. Det ble lagt til grunn at veksten internasjonalt gradvis ville ta seg opp, men oppgangen var skjøvet ut i tid. Det ble pekt på at en ikke kunne utelukke at verdensøkonomien sto overfor en ganske lang periode med stagnasjon. De lave rentene i USA og Europa var et uttrykk for denne risikoen. Utviklingen i norsk økonomi var svakere enn tidligere anslått. Norske industriledere var blitt mer pessimistiske. Selv om kronekursen hadde svekket seg noe var lønnsomheten i næringslivet fortsatt dårlig. Arbeidsledigheten hadde økt betydelig de siste tre månedene. I følge informasjon fra Norges Banks regionale nettverk hadde industrien redusert bruken av varer og tjenester fra norske underleverandører. Dette reduserte etterspørselen rettet mot næringer som er skjermet fra direkte internasjonal konkurranse.

Husholdningenes forventninger til den økonomiske utviklingen var blitt ytterligere svekket i første kvartal. Dette hadde trolig sammenheng med politisk og økonomisk usikkerhet ute samt økning i arbeidsledigheten hjemme. Samtidig økte strømprisene kraftig i desember og januar. Virkningen av disse forholdene på husholdningenes etterspørsel i 2003 ble anslått å være større enn virkningene av rentenedsettelsene i desember og januar. Kredittveksten blant husholdningene hadde avtatt noe, men var fortsatt over 10 prosent på årsbasis. Boligprisene så ut til å flate ut. Som følge av utviklingen i arbeidsmarkedet ble anslaget for veksten i lønningene nedjustert.

I sin tale ved årsmøtet i Norges Banks representantskap 20. februar sa sentralbanksjefen at stagnasjonen ute hadde bidratt til at utsiktene for inflasjonen her hjemme hadde endret seg de siste månedene. Med en like stram politikk fremover, ville inflasjonen trolig blitt lavere enn inflasjonsmålet tilsier. Det ble derfor varslet at det lå an til gradvise lettelser i pengepolitikken.

I Inflasjonsrapport 1/03 ble det lagt fram to alternative utviklingsbaner for norsk økonomi basert på ulike forutsetninger om innretningen av pengepolitikken. I referansebanen ble det lagt inn en antagelse om konstant foliorente på 5,5 prosent og kronekurs lik gjennomsnittet for februar. Konsumprisveksten ble med disse forutsetningene anslått å ligge under 2½ prosent ut 2005. Dersom en i stedet bygget prognosene på lettelser i pengepolitikken i tråd med forventningene hos markedsaktørene var det utsikter til at inflasjonen kunne komme noe over målet to år fram i tid, se figur 2.

Figur 2 Anslag på KP-JAE i IR 1/03 ved ulike forutsetninger om rente og valutakurs. Tolv månedersvekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

På bakgrunn av disse utsiktene la hovedstyret opp til en foliorente i intervallet $4\frac{3}{4}$ - $5\frac{1}{2}$ prosent ved utgangen av juni (Stateginotat 1/03).

I tråd med dette ble det på Norges Banks hovedstyremøte 5. mars besluttet å redusere foliorenten med 0,5 prosentpoeng, til 5,5 prosent. Det ble fortsatt sett som mer sannsynlig at inflasjonen på to års ville bli lavere enn $2\frac{1}{2}$ prosent enn at den ville bli høyere. Det ble understreket at det var stor usikkerhet, blant annet om kronkursen. Usikkerheten tilsa at en gikk gradvis fram med renteendringer.

3.3 Rentemøtet 30. april

Informasjonen som kom i løpet av mars og april bekreftet i stor grad inflasjonsrapportens bilde av svak vekst og utsikter til lav prisstigning fremover. Den internasjonale utviklingen tok seg ikke opp. Rentene ble satt ytterligere ned i euroområdet, Danmark, Sverige og New Zealand. I flere land var det forventninger om videre rentenedsettelse. Kronen styrket seg litt gjennom mars og april. I Norge tydet nye nasjonalregnskapstall på at den økonomiske veksten hadde stoppet opp mot slutten av 2002. Løpende statistikk viste få tegn til bedring i de første månedene av 2003. Arbeidsledigheten hadde økt ytterligere. Kredittveksten avtok noe som følge av lavere etterspørsel fra bedriftene. Veksten i husholdningenes låneetterspørsel var imidlertid fortsatt høy. Lønnsoppgjøret i industrien pekte i retning av at lønnsveksten i 2003 ville bli lavere enn i 2002 og noe lavere enn anslått i Inflasjonsrapport 1/03. Samlet trakk dette i retning av at det var riktig med ytterligere lettelse i pengepolitikken.

På møtet 30. april besluttet Norges Banks hovedstyre å redusere styringsrenten med 0,5 prosentpoeng, til 5,0 prosent. Med en rente på 5 prosent så Norges Bank det fortsatt som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli lavere enn $2\frac{1}{2}$ prosent enn at den ville bli høyere.

3.3.1 Nærmere om ny informasjon fra 30. april til sentralbanksjefens tale 3. juni

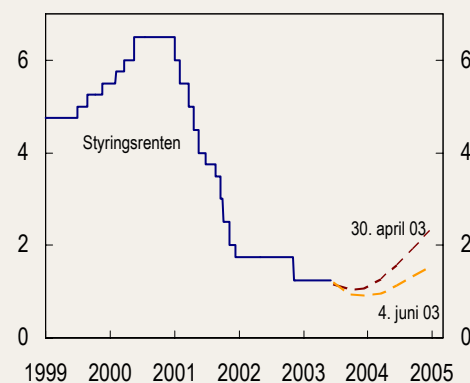
Ny informasjon som kom i løpet av mai og fram til sentralbanksjefens tale på BI/Center for Monetary Economics 3. juni bidro til å bekrefte eller forsterke inntrykket av svakere økonomisk utvikling i Norge og internasjonalt og at rentereduksjonene ikke hadde hatt den effekt man kunne vente:

- Utsiktene internasjonalt ble ytterligere svekket. I USA viste industrien en svak utvikling og ledigheten økte ytterligere. Håpet om en rask oppgang etter Irak-krigen ble svekket. Utsiktene for euro-landene, og spesielt Tyskland, ble negativt påvirket av styrkingen av euroen.

- Forventningene om ytterligere rentenedsettelse blant annet i USA, euroområdet og i Sverige ble forsterket, se figur 3. Dette var et uttrykk for de svekkede vekstutsiktene i disse landene. Rentenedsettelse i tråd med forventningene ville føre til økte renteforskjeller mot norske kroner.
- Fram til 3. juni hadde ikke kronkursen svekket seg siden rentemøtet 30. april, men heller vist en sterkere tendens, se figur 10.
- Lønnsoppgjørene så ut til å gi lave tariff tillegg. Lønnsoppgjørene i varehandelen og i stat og kommune ble klare henholdsvis 30. april og 1. mai. Disse bekreftet at årslønnsveksten trolig ville bli lavere enn anslaget på 5 prosent. Lønnsoppgjøret i finansnæringen ble avsluttet 26. mai og ga en ytterligere bekreftelse på at lønnsveksten i år ville bli lavere enn anslått i den forrige inflasjonsrapporten. Dette kunne tilsi at utviklingen i arbeidsmarkedet og situasjonen for konkurranseutsatt sektor var blitt tillagt vesentlig vekt i lønnsforhandlingene.
- Revidert nasjonalbudsjett ble lagt fram 15. mai, og finanspolitikken så ut til å bli mindre ekspansiv enn lagt til grunn i forrige inflasjonsrapport. Budsjettpolitikken ville virke om lag nøytralt på konjunktursituasjonen i år og de to neste årene. I forrige inflasjonsrapport ble det lagt til grunn at finanspolitikken ville virke ekspansivt de nærmeste årene. Veksten i sysselsettingen i offentlig sektor så nå ut til å bli klart lavere fremover enn tidligere antatt.
- Utviklingen i sysselsettingen var svakere enn anslått. Ifølge AKU hadde sysselsettingen falt med 0,6 prosent i mars i år i forhold til gjennomsnittet for 2002. Fallet var større enn ventet i Inflasjonsrapport 1/03. Den sesongjusterte AKU-ledigheten var om lag i tråd med anslagene i inflasjonsrapporten, men den registrerte ledigheten steg noe mer enn forventet.
- Varekonsumet økte sesongjustert med 2,8 prosent fra mars til april, etter et sesongjustert fall på 1,4 prosent i mars⁵. Påskens plassering påvirket imidlertid den sesongjusterte tidsserien og skapte spesiell stor usikkerhet i månedene rundt påske. På bakgrunn av de lave tallene for mars var det ventet en kraftig sesongjustert vekst i april. 12-månedersveksten i april var 2,5 prosent. Veksten i varekonsumet var noe høyere enn lagt til grunn i IR 1/03, men avviket var innenfor de tilfeldige variasjonene i tidsserien. Detaljhandelen økte med 4,0 prosent i samme periode (ujusterte tall).

⁵ Tallene er siden noe revidert. Her brukes tallene som var tilgjengelig da beslutningene ble truffet.

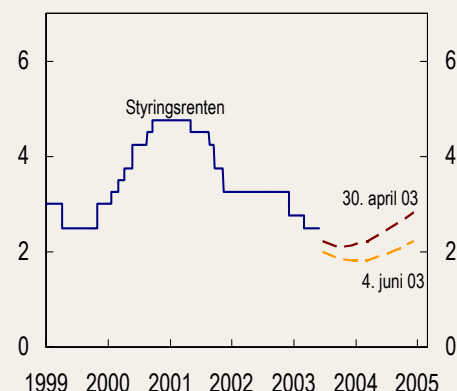
Figur 3a Renteforventninger i USA. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾.



¹⁾ Basert på Fed Funds futures og eurodollar futures justert for anslått differanse mellom 3m Libor og Fed Funds

Kilde: Norges Bank og Bloomberg

Figur 3b Renteforventninger i euroområdet. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾.



¹⁾ Basert på Euribor futures justert for anslått differanse mellom 3m Euribor og Refi renten

Kilde: Norges Bank og Bloomberg

- Investeringstillingen for industrien i 2. kvartal viste at investeringene falt mer enn ventet i Inflasjonsrapport 1/03. Produksjonsindeksen for industrien viste ett fall i perioden fra mars til mai.
- Forventningsindikatoren for norske husholdninger falt ytterligere fra 1. kvartal til 2. kvartal i år. Det var spesielt husholdningenes vurdering av dagens situasjon for landets økonomi som trakk ned, mens forventningene til egen økonomi neste år bar preg av større optimisme enn i 1. kvartal.
- Sesongjustert var boligprisene uendret fra april til mai (Eiendomsmeglerbransjens boligstatistikk). Fra mai 2002 til mai 2003 falt boligprisene med 1,1 prosent. Med uendret sesongjustert nivå ut året ville boligprisene falle med om lag 1 prosent fra 2002 til 2003. Gjennomsnittlig formidlingstid økte fra april til mai.

Samlet sett ga informasjonen utsikter til svakere lønns- og prisvekst de nærmeste to årene enn anslått i Inflasjonsrapport 1/03. Prisveksten kunne i en periode fremover bli liggende mer enn 1 prosentpoeng under inflasjonsmålet, og det var tegn til at norsk økonomi var inne i en periode hvor utsiktene forverret seg relativt raskt. Det var heller ikke klare tegn til at reduksjonene i renten hadde hatt den korttidsvirkning en kunne forvente, og det lå an til videre rentenedsettelse internasjonalt. I foredraget 3. juni sa derfor sentralbanksjefen at perioden med lettelse i pengepolitikken ville vare ved, og at hovedstyret i Norges Bank nøye ville vurdere å ta større skritt i rentesettingen. Han understreket også at det i visse situasjoner kan være riktig å endre renten raskt og markert. Det vil blant annet være riktig å endre renten i større skritt når det er utsikter til at inflasjonen avviker vesentlig fra inflasjonsmålet i lengre tid.

3.4 Rentemøtet 25. juni

Fra 4. juni til 25. juni falt rentene i pengemarkedet. Kronen svekket seg markert. Styringsrenten ble satt ned i flere land, blant annet i USA og i euroområdet. Konsumprisveksten målt ved KPI-JAE var 1,2 prosent fra mai i fjor til mai i år. Dette var lavere enn anslaget i Inflasjonsrapport 1/03 og vesentlig lavere enn inflasjonsmålet. Fallet i prisstigningen skyldtes særlig et større fall i prisene på importerte konsumvarer enn forventet .

I Inflasjonsrapport 2/03 som ble lagt fram 25. juni ble anslagene for 2003 nedjustert. Analysene i rapporten viste at det var utsikter til lav underliggende prisvekst en tid fremover. Lønnsanslagene for 2003 og 2004 var justert ned fra den forrige inflasjonsrapporten. Selv med en

foliorente på 4 prosent (før rentemøtet var renten 5 prosent) og en kronkurs om lag på daværende nivå, ville den underliggende prisveksten etter anslagene holde seg lavere enn inflasjonsmålet de neste to årene. En rentereduksjon på til sammen 3 prosentpoeng siden desember i fjor ville gi en forholdsvis høy vekst i det private forbruket. Investeringene i næringslivet ville etter hvert begynne å vokse igjen. Med en rente på 4 prosent ville den økonomiske veksten likevel bli såpass lav at produksjonsmulighetene i økonomien neppe ville bli fullt utnyttet i årene fremover.

Det ble også lagt fram to beregninger med andre forutsetninger om rente, valutakurs og lønnsvekst. Markedsaktørene ventet at renten ville komme ned mot 3 prosent nokså raskt. Beregningene viste at inflasjonen med en slik utvikling kunne komme opp til målet i løpet av 2005, avhengig av forløpet for lønnsveksten, se figur 4.

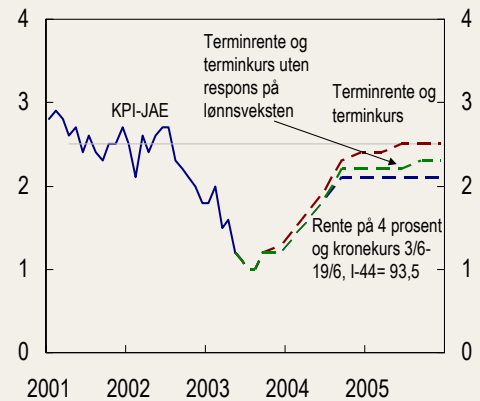
Norges Banks hovedstyre besluttet derfor på møtet den 25. juni å redusere foliorenten med 1 prosentpoeng, til 4 prosent. Med en rente på 4,0 prosent så Norges Bank det fortsatt som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli lavere enn 2½ prosent enn at den ville bli høyere.

Det ble blant annet pekt på at lettelser i pengepolitikken tidligere hadde hatt stor virkning på etterspørsel, produksjon og prisstigning. Selv om pengepolitikken virker med et etterslep, hadde de første utslagene av lettelsene meldt seg raskt. Det hadde ikke skjedd i år. Husholdningene og næringslivet ga fortsatt overveiende uttrykk for pessimisme. Bolig- og eiendomsmarkedet hadde flatet ut og falt. Låneetterspørselen hadde avtatt.

Videre ble det lagt vekt på at den lave inflasjonen kunne påvirke inflasjonsforventningene. Så langt tydet indikatorer på at inflasjonsforventningene var noenlunde stabile på 2½ prosent. Fallet i prisstigningen ute, samt vedvarende lav inflasjon i Norge kunne endre det. Utsiktene for norsk og internasjonal økonomi tilsa derfor at perioden med lettelser i pengepolitikken kunne vare ved.

Det ble vist til at utfallet av årets lønnsoppgjør kunne gi holdepunkt for å vente mer moderate lønnsoppgjør framover enn i årene fra 1998 til 2002 og i bedre samsvar med det målet som er satt for utviklingen i inflasjonen over tid. Med slike utsikter kunne det også være grunnlag for en lettere pengepolitikk enn det aktørene i penge- og valutamarkedene så ut til å vente.

Figur 4 Anslag på KPI-JAE i IR 2/03 ved ulike forutsetninger om rente og valutakurs. Tolv månedersvekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3.5 Rentemøtet 13. august

Utviklingen i norsk og internasjonal økonomi siden 25. juni var om lag som ventet i inflasjonsrapporten, men konsumprisveksten var lavere enn ventet. I juli var tolv månedersveksten i KPI-JAE 0,7 prosent. Fallet i prisstigningen skyldtes særlig en markert nedgang i prisene på importerte konsumvarer, i tillegg til at veksten i prisene på norskproduserte konsumvarer påvirket av verdensmarkedsprisene avtok. Det var utsikter til at den underliggende prisveksten i Norge ville holde seg svært lav en tid fremover. Samtidig var prisstigningen i andre land lav.

Fra slutten av juni ble styringsrentene satt ned med 0,25 prosentenheter i USA, Canada, New Zealand, Storbritannia og Sverige. Styringsrentene ute var forventet å ligge på et historisk lavt nivå i lang tid fremover. Kronen hadde svekket seg i forhold til forutsetningene i inflasjonsrapporten fra juni.

På rentemøtet den 13. august besluttet hovedstyret i Norges Bank å redusere foliorenten med 1 prosentpoeng, til 3,0 prosent. Med en rente på 3,0 prosent så Norges Bank det fortsatt som mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli lavere enn 2½ prosent enn at den ville bli høyere.

Det ble igjen pekt på at det i situasjoner hvor det kan være fare for at inflasjonsforventningene festner seg på et for lavt nivå, vil være riktig å ta større skritt i rentesettingen enn hva som er vanlig. Det ble også understreket at årets lønnsoppgjør og informasjonen om lønnsutviklingen lokalt, ga holdepunkter for å vente mer moderate lønnsoppgjør fremover enn i årene fra 1998 til 2002. Med slike utsikter var det tryggere grunnlag for slike større lettelser i pengepolitikken.

4 | Vurdering av pengepolitikken

4.1 Konsumprisveksten i 2003 og bakgrunnen for avvik fra målet

4.1.1 Konsumprisveksten

I Norges Banks årsberetning for 2002 ble utviklingen i inflasjonen i fjor sammenfattet som følger:

”Veksten i konsumprisene justert for endringer i avgifter og uten energivarer, KPI-JAE, viste en svak fallende trend gjennom 2002. I gjennomsnitt steg KPI-JAE med 2,3 prosent fra 2001 til 2002. Gjennom året ble prisveksten i økende grad preget av kronestyrkingen. Prisene på importerte konsumvarer, særlig klær og sko, falt markert mot slutten av året. Samtidig holdt prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE seg oppe som følge av den høye veksten i lønnskostnadene.” (s. 24)

Konsumprisveksten målt ved KPI-JAE fortsatte å avta gjennom de sju første månedene av 2003. Målt i forhold til prisenivået i tilsvarende periode i fjor, var prisveksten i første kvartal i år 1,8 prosent. I andre kvartal var prisveksten 1,2 prosent. Prisveksten fra juli i fjor til juli i år var 0,7 prosent. I august økte tolv månedersveksten til 0,9 prosent. I de første åtte månedene i år var KPI-JAE 1,3 prosent høyere enn i samme periode i fjor.

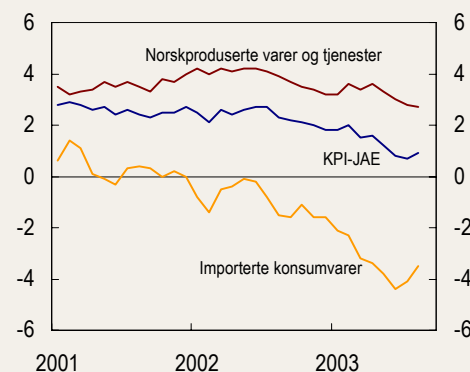
Det er særlig prisfall på importerte konsumvarer som har trukket den samlede prisveksten ned, se figur 5. Prisfallet må ses i sammenheng med styrkingen av kronen gjennom fjoråret og svake prisimpulser fra utlandet. I juni var prisene på importerte konsumvarer 4,4 prosent lavere enn året før. Fallet i disse prisene ble litt redusert i juli og august til henholdsvis 4,1 og 3,5 prosent. Spesielt har prisene på klær og skotøy og audiovisuelt utstyr falt, se figur 6. Også bilprisene har falt noe.

I juli og august bidro også prisene på norskproduserte varer utenom energivarer til å trekke veksten i KPI-JAE under 2,5 prosent. Tjenester med lønn som dominerende innsatsfaktor og husleie trekker fortsatt prisveksten opp, se tabell 1.

Prisstigningen justert for avgifter og energivarer i de åtte første månedene av 2003 er lavere enn anslagene i inflasjonsrapportene fra 2001 og 2002, og vesentlig lavere enn inflasjonsmålet. I perioden mai-august har prisstigningen vært mer enn 1 prosentpoeng under målet.

Tolv månedersveksten i konsumprisindeksen inkludert avgifter og energivarer (KPI) har vært betydelig høyere enn

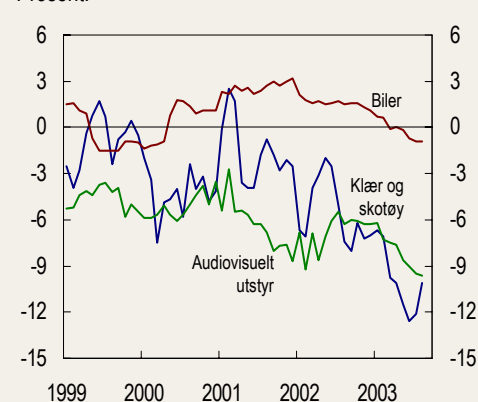
Figur 5 KPI-JAE totalt og fordelt etter importerte og innenlandsk produserte varer og tjenester¹⁾. Tolv månedersvekst. Prosent.



¹⁾ Norges Banks beregninger

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6 Priser på noen importerte konsumvarer justert for avgiftsendringer. Tolv månedersvekst. Prosent.



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 1 Vekst i KPI-JAE (prosent) og bidrag til endring i tolv månedersvekst august 2002 - august 2003 (prosentpoeng)

	12-måneders vekst		Bidrag til endring i 12-mnd vekst aug 02-aug 03
	aug 2002	aug 2003	
KPI-JAE	2,3	0,9	-1,4
Importerte konsumvarer	-1,5	-3,5	-0,6
Norskproduserte varer og tjenester	3,9	2,7	-0,8 ¹⁾
Herunder:			
Jordbruksvarer	3,7	2,8	0,0
Skjermede norskproduserte varer	4,2	3,0	-0,1
Norskproduserte varer påvirket av verdensmarkedet	2,2	0,6	-0,3
Husleie	5,4	3,8	-0,3
Tjenester med lønn som dominerende prisfaktor	5,2	4,9	0,0
Andre tjenester	2,8	2,1	-0,2

¹⁾ Avvik fra summen av de enkelte underkomponentene skyldes avrundinger

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

tolvmånedersveksten i KPI-JAE i år. Dette skyldes en kraftig økning i strømprisene rundt årsskiftet. Tolvmånedersveksten i elektrisitetsprisene slik de måles i KPI steg til 82,5 prosent i januar. Siden da har prisene falt betydelig og bidratt til å trekke tolv månedersveksten i konsumprisindeksen ned fra 5,0 prosent i januar til 1,5 prosent i juli. I august økte strømprisene og bidro til en økning i tolv månedersveksten til 2,1 prosent. I de første åtte månedene var konsumprisene 3,0 prosent høyere enn i tilsvarende periode i fjor.

4.1.2 Bakgrunn for avvikene i 2003

Våren 2001 tilsa inflasjonsanslagene at inflasjonen ville komme ned og være nær 2½ prosent i første halvdel av 2003. Fra høsten 2001 endret utsiktene for inflasjonen seg. Det ble nå anslått at inflasjonen for en periode ville være lavere enn målet. Endringene skyldtes sterkere krone og lavere prisstigning ute.

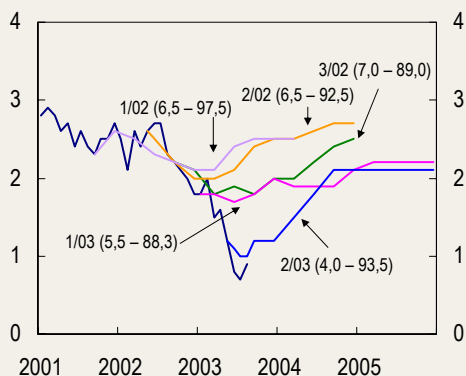
I inflasjonsrapportene gjennom 2002 viste anslagene et tilsvarende forløp for inflasjonen. Valutakursforutsetningene ble gradvis justert gjennom året i retning av sterkere kronkurs, se figur 10. I inflasjonsrapporten fra juli 2002 kom dette til uttrykk i et forventet midlertidig fall i inflasjonen. KPI-JAE var forventet å ligge under inflasjonsmålet til sent i 2003. Uten tilstramming i pengepolitikken var det likevel utsikter til at lønnsveksten ville holde seg høy fremover og trekke inflasjonen over målet på to års sikt. For å motvirke dette ble renten økt med 0,5 prosentpoeng i juli 2002.

Fram til Inflasjonsrapport 3/02 i oktober hadde kronkursen appresiert ytterligere. Med uendret rente og konstant kronkurs ble det anslått at prisveksten ville ligge under målet fram til høsten 2004, med et bunnpunkt på 1¾ prosent sommeren 2003. Kronkursen fortsatte å styrke seg fra oktober. Selv om kronen svekket seg noe i begynnelsen av 2003 var kronkursen som ble lagt til grunn Inflasjonsrapport 1/03 i mars enda noe sterkere enn i rapporten fra oktober.

Inflasjonen og inflasjonsutsiktene er blitt lavere enn anslagene som ble lagt fram i 2001 og 2002. Dette var særlig knyttet til at utviklingen internasjonalt ble vesentlig svakere enn det var grunn til å vente i fjor sommer. Dessuten har lavere vekst i norsk økonomi trolig bidratt til lavere marginer i varehandelen og andre tjenesteytende sektorer.

Veksten i verdensøkonomien har tatt en annen retning og er blitt vesentlig svakere enn IMF, OECD og andre analytikere og observatører samt Norges Bank ventet i fjor sommer. Utviklingen i renteforventningene internasjonalt gir et godt uttrykk for hvor annerledes utviklingen ble, se figur 8. I fjor sommer var det i finansmarkedene ventet at renten i USA ville komme opp mot 4 prosent i løpet av sommeren 2003.

Figur 7 Anslag på KPI-JAE gitt på ulike tidspunkt. 4-kvartalersvekst. Rente- og valutakursforutsetning (I-44) i parentes.¹⁾ Tolvmånedersvekst. Prosent.



¹⁾ Beregningsmetoden for I-44 ble endret våren 2002. Forutsetningene for IR 1/02 er justert på grunnlag av ny I-44 og avviker derfor noe fra opplysningene i IR 1/02.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Forventningene ble gradvis nedjustert gjennom vinteren og våren. Renten ble satt videre ned. Først i sommer har utviklingen stabilisert seg og renteforventningene igjen økt noe. I dag er det ventet at den amerikanske styringsrenten blir liggende på 1 prosent ut året. Også i Europa var det i fjor sommer forventninger om at rentene ville øke markert. Også her er renten i stedet redusert og forventningene kraftig nedjustert.

Anslagene for BNP-veksten hos handelspartnerne for 2003 ble nedjustert med til sammen 1½ prosentpoeng fra sommeren 2002 til sommeren 2003, se figur 9. Det skyldes særlig virkninger av regnskapsskandalene i store amerikanske selskaper, frykt for terror og krig i Irak og spredning av SARS-sykdommen. Videre kan tidligere overdreven verdistigning i aksjemarkedet og overinvesteringer i næringslivet ha bidratt til at det har tatt lengre tid enn normalt for en ny oppgang å få feste.

Flere institusjoner har vært for optimistiske om utviklingen internasjonalt. Utviklingen i Consensus Forecasts⁶ er vist i figur 9. I årsrapporten til Bank for International Settlements (BIS) for 2002 heter det blant annet (vår oversettelse):

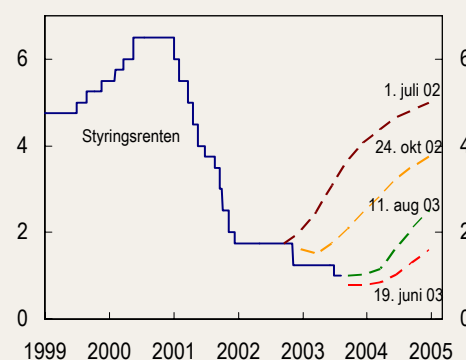
”Det siste året har vært preget av skuffelser når det gjelder den økonomiske utviklingen. Gjensidig forsterkende geopolitiske, økonomiske og finansielle forhold bremsset veksten og skapte stor usikkerhet om fremtiden. Oppgangen i verdensøkonomien syntes å stoppe opp. I mesteparten av perioden ble nyhetene som kom snarere verre enn bedre. Dette var overraskende for mange i lys av den meget ekspansive økonomiske politikken som var blitt ført i store deler av verden.” (s. 3)

Svak utvikling internasjonalt ga lavere renter ute. I Norge ga fjorårets lønnsoppgjør grunn til å vente at lønnsveksten kunne holde seg høy også fremover. Aktørene i finansmarkedene ventet en fortsatt stram pengepolitikk. I løpet av 2002 økte rentedifferansen overfor utlandet også som følge av en rekke rentenedsettelse hos Norges handelspartnere. Dette bidro til at kronkursen styrket seg. Analyser utført i Norges Bank tyder imidlertid på at særskilte forhold i internasjonal økonomi førte til en sterkere krone enn en i utgangspunktet ville vente ut fra høyere rentedifferanse alene:

”Den økte renteforskjellen kan forklare om lag førti prosent av appresieringen fra mai 2000 til januar 2003. Den positive renteforskjellen gjorde at kronen styrket seg som følge av børsfall ute og lavere forventede svingninger mellom

⁶ Consensus Forecasts Inc samler hver måned inn anslag for den økonomiske utviklingen i over 20 industrialiserte land fra mer enn 240 institusjoner. Anslagene i figuren reflekterer gjennomsnittet av disse anslagene for våre viktigste handelspartnere.

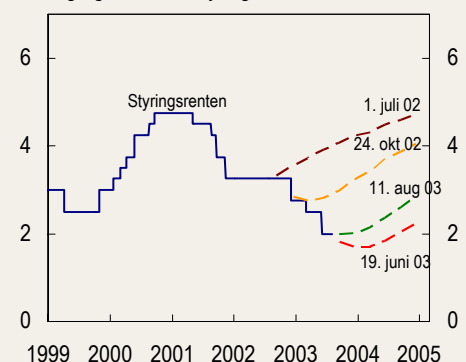
Figur 8a Renteforventninger i USA. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾.



¹⁾ Basert på Fed Funds futures og eurodollar futures justert for anslått differanse mellom 3m Libor og Fed Funds

Kilde: Norges Bank

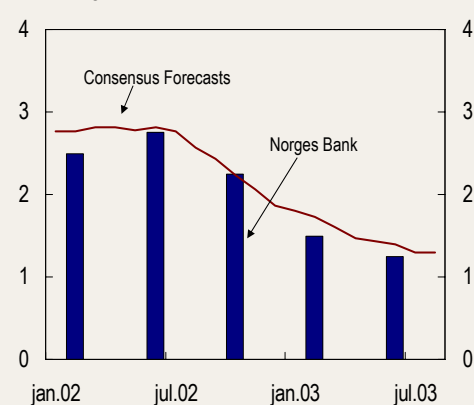
Figur 8b Renteforventninger i euroområdet. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹⁾.



¹⁾ Basert på euribor futures justert for anslått differanse mellom 3m Euribor og Refi renten

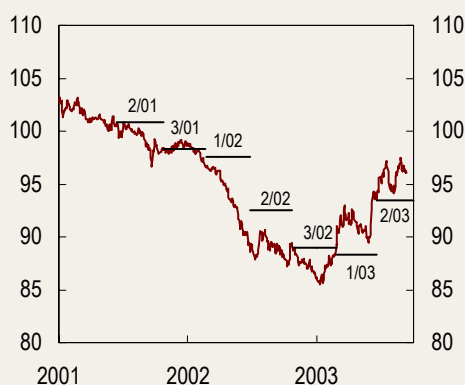
Kilde: Norges Bank

Figur 9 Anslag for BNP-vekst hos handelspartnerne for 2003 gitt på ulike tidspunkt.



Kilde: Consensus Forecasts og Norges Bank

Figur 10 Utviklingen i valutakurs (I-44) og forutsetningen i inflasjonsrapportene¹⁾.



¹⁾ Beregningsmetoden for I-44 ble endret våren 2002. Forutsetningene for IR 1/02 er justert på grunnlag av ny I-44 og avviker derfor noe fra opplysningene i IR 1/02.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

hovedvalutaene. Denne effekten kan forklare mer enn halvparten av kronestyrkingen. Appresieringen i 2002 har også sammenheng med at oljeprisen økte kraftig og at kronen fungerte som geopolitisk tilfluktsvaluta.” (Bjørn Naug (2003): ”Faktorer bak utviklingen i kronkursen – en empirisk analyse” i Norges Banks skriftserie nr. 31.)

Uventede forhold i internasjonal økonomi, i første rekke børsfallet og usikkerhet rundt situasjonen i Irak, førte ikke bare til lav prisvekst internasjonalt, men også at kronen ble vesentlig sterkere enn det som lå til grunn for inflasjonsprognosene for 2003. I forhold til forutsetningen i Inflasjonsrapport 3/02 appresierte kronen ytterligere om lag 3 prosent før utviklingen snudde i januar 2003.

Selv om utviklingen i kronkursen kan analyseres og forklares i ettertid, er det vanskelig å anslå kursutviklingen på kort- og mellomlang sikt. Norges Bank har som regel basert fremskrivningene i referansebanen i inflasjonsrapporten på en konstant valutakurs lik gjennomsnittet av de siste tre måneder, og i noen tilfeller gjennomsnittet for den siste måneden. Når en baserer seg på et slikt gjennomsnitt, vil helt kortsiktige variasjoner i kronkursen ha mindre virkning på kursforutsetningen. Et vedvarende skift i kronkursen vil derimot etter hvert bli tatt hensyn til og gradvis få effekt på inflasjonsanslaget og rentefastsettelsen.

Som underlag til rentebeslutningene analyserer inflasjonsrapportene systematisk også andre forutsetninger om kronkursutviklingen. I Inflasjonsrapport 2/02 og 3/02 ble det lagt fram beregninger basert på virkningene av en valutakursforutsetning i tråd med terminkursene i markedet. Terminkursene tilsa en svekkelse av kursen fremover. Inflasjonsrapportene har også analysert virkningene av en sterkere kronkurs.

Gjennomslaget fra valutakursen til prisstigningen synes å ha vært mindre jevnt enn først antatt. Fra og med september i fjor til og med februar i år falt prisene på importerte konsumvarer mindre enn vi hadde ventet med utgangspunkt i sammenhenger tallfestet på grunnlag av historiske erfaringer. Dette påvirket anslagene i Inflasjonsrapport 1/03. Gjennom våren og sommeren har utslaget kommet desto sterkere. Den samlede virkningen har vært om lag som en kunne vente.

Også i norsk økonomi har veksten vært svakere enn anslått. Den høye lønnsveksten i offentlig sektor i fjor bidro til lav vekst i offentlig produksjon og sysselsetting. Sysselsettingen i offentlig forvaltning falt fra 1. halvår

2002 til 1. halvår 2003.⁷ Utviklingen i andre tjenesteytende næringer har også vært svakere enn ventet. Dette kan dels ha sammenheng med høy kostnadsvekst og dels svak internasjonal utvikling, for eksempel i sektorer som luftfart, reiseliv og IKT. Utviklingen i industrien har også vært svak. Det skyldes lav internasjonal etterspørsel etter industrivarer og svak konkurransevne etter flere år med høy lønnsvekst og den sterke kronen i fjor.

Liten prismakt, blant annet som følge av økte konkurranseflater i varehandel og forventninger om lav prisvekst i deler av næringslivet, har trolig ført til at det har vært vanskelig å velte økte kostnader over i prisene. Marginene har vært under press, og mange bedrifter har nedbemannet i stedet for å øke prisene. Høye strømpriser gjennom vinteren i fjor ga en inndragning i kjøpekraft fra husholdningene. Dette kan ha dempet etterspørselen etter enkelte varer. I følge informasjon fra Norges Banks regionale nettverk opplevde deler av klesbransjen og lyd- og bildebransjen svikt i etterspørselen fra november til april, med påfølgende salgsaktivitet i mai. Dette bekreftes i noen grad av varehandelsstatistikken. For enkelte brunevarer kan også dårlige internasjonale avsetningsmuligheter ha ført til overskuddstilbud og lave priser i år.

4.1.3 Vurdering av avviket fra inflasjonsmålet

Norsk økonomi var i årene 1998-2002 preget av stor knapphet på arbeidskraft og vesentlig høyere lønnskostnadsvekst enn hos handelspartnerne. Lønnsveksten i økonomien fremkommer som et samspill av ulike faktorer og vil variere fra år til år. Fjoråret var imidlertid det femte året på rad med svært høy årsvekst. Lønnsstigningen var vesentlig høyere enn det som over tid vil være forenlig med inflasjonsmålet og med normal vekst i produktiviteten. Lønnstilleggene var svært ulike for ulike grupper. Det var derfor etter Norges Banks syn stor risiko for nye lønns-lønnsspiraler. Flere runder med slike sterke lønnsøkninger ville kunne føre til større svikt i produksjon og sysselsetting.

I ettertid kan det reises spørsmål ved om pengepolitikken burde ha vært strammere i 2000 og 2001 for tidligere å bremse opp den høye innenlandske kostnadsveksten. Dette kunne ha bidratt til lavere lønnsvekst i 2002. I Norges Banks årsberetning for 2002 heter det:

”I lys av den internasjonale utviklingen gjennom 2001 og en gradvis svekkelse av lønnsomheten i konkurranseutsatte næringer er det imidlertid vanskelig å forklare utviklingen i lønnskostnadene ut fra det erfaringsmaterialet vi da hadde.”
(s. 25)

⁷ Tallene er påvirket av omorganisering i Statens veivesen gjennom opprettelsen av Mesta a/s fra 1. januar 2003. Dette trekker sysselsettingen i offentlig forvaltning ned og sysselsettingen i bygg og anlegg opp. Den underliggende veksten i offentlig sysselsetting var likevel svak sammenliknet med årene før.

Til tross for at Norges Banks lønnsanslag ved inngangen til 2002 var høyt, ble utfallet enda høyere:

”Norges Banks analyser tok utgangspunkt i forventninger om at lønnsveksten ville bli liggende på et vesentlig høyere nivå enn hos handelspartnerne. I seg selv var det til dels et noe omstridt standpunkt. Basert på tilgjengelig informasjon gjennom 2000 og 2001 har vi ikke funnet støtte for at pengepolitikken burde vært basert på en forventning om enda høyere lønnsvekst enn den som var anslått.” (Norges Banks årsberetning s. 25)

Veksten i lønningene i årene 1998-2002 tydet på at knapphet på arbeidskraft i hele arbeidsmarkedet spilte en viktig rolle for lønnsfastsettelsen. Lønnsomheten i tradisjonelle konkurranseutsatte industrinæringer så ut til å bety mindre for det samlede utfallet av lønnsoppgjøret, både for industrien og ellers.

På denne bakgrunn var det grunn til å vente at lønnsveksten ville kunne holde seg høy også i 2003 og 2004. I fjor sommer var det videre som nevnt utsikter til økt økonomisk vekst og prisstigning internasjonalt. Veksten i husholdningenes disponible realinntekter var i 2002 den høyeste på flere tiår. Husholdningenes låneetterspørsel var høy, og boligprisene økte. Uten en pengepolitisk tilstramming i 2002 var det dermed etter Norges Banks syn sannsynlig at inflasjonen, når virkningen av den tidligere styrkingen i kronkursen ble uttømt, ville tilta og komme høyere enn målet.

Pengepolitikken ble derfor strammet til gjennom en renteøkning i fjor sommer. På ett års sikt ville den sterke kronen trekke prisstigningen under 2½ prosent, men deretter ville virkningene av den sterke lønnsveksten veie tyngst.

Norges Banks hovedstyre avveide således i fjor hensynet til en jevn utvikling i inflasjonen på kort sikt og hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Det var ventet at inflasjonen ville bli lav i 2003.

Selv på ½ - 1 års sikt er det imidlertid usikkerhet i prisutviklingen. I det lå det en mulighet for at prisveksten kunne komme enda lavere enn anslått, og mer enn 1 prosentpoeng under inflasjonsmålet. Avviket mellom utfall og prognose er likevel uvanlig stort.

Det reflekterer at økonomien ble utsatt for betydelige uforutsette forstyrrelser. Valutakursen styrket seg mer enn lagt til grunn i våre prognoser. Etter at Inflasjonsrapport 3/02 ble lagt fram i oktober i fjor styrket kronen seg ytterligere. Dette hadde sammenheng med uventet svak utvikling i internasjonal økonomi som førte til lavere rente ute og økt rentedifferanse mellom Norge og utlandet. Blant annet negative hendelser som regnskapsskandalene i store

amerikanske selskaper, frykt for terror og krig i Irak og spredning av SARS-sykdommen bidro til svak vekst og lav prisstigning i andre land. Utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene og risiko for økte oljepriser bidro også til å styrke kronen. Enkelte trekk ved utviklingen i norsk økonomi har trolig bidratt til lavere prismarginer, blant annet på grunn av svikt i etterspørselen etter enkelte varer som følge av økte strømgninger.

Lønnsveksten har avtatt raskere enn antatt. Dette har hatt vesentlig betydning for inflasjonsutsiktene fremover, men bidrar bare i liten grad til å forklare den lave prisstigningen hittil i år.

Det er alltid usikkerhet rundt inflasjonsanslagene. Når utsiktene for prisstigningen på ½ -1½ års sikt avviker betydelig fra målet innebærer det økt risiko for at den faktiske prisstigningstakten kommer under 1½ prosent eller over 3½ prosent. En pengepolitikk som innrettes med sikte på å holde faktisk prisstigning nærmere inflasjonsmålet også på kort sikt, vil imidlertid generelt gi større svingninger i produksjon og sysselsetting, se drøftingen i avsnitt 2 ovenfor. Når den økonomiske veksten stoppet opp i vinter, hadde det særlig sammenheng med den internasjonale økonomiske utviklingen, se avsnitt 4.3.

4.2 I hvilken grad har rentesettingen i 2003 styrket utsiktene til at inflasjonen to år fram i tid kommer nær inflasjonsmålet?

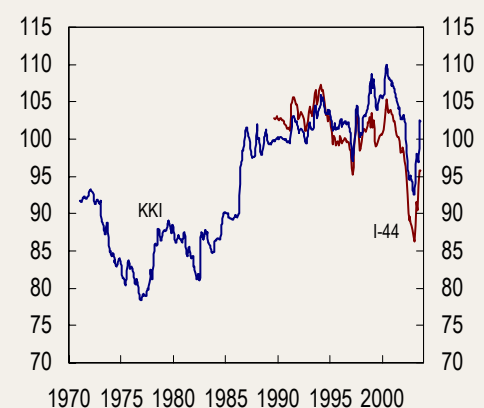
Siden årsskiftet er renten satt ned med 3,5 prosentenheter. Foliorenten er kommet ned til 3,0 prosent. Realrenten er redusert.

Kronekursen har svekket seg. Utviklingen i kronekursen kan måles på ulike måter. Den importveide kronekursen (I-44) måler kronekursen i forhold til våre 44 største importland. Denne indeksen gir blant annet et uttrykk for hvilke direkte prisimpulser som følger av endringer i valutakursen. I-44 har svekket seg med om lag 12 prosent siden den var på det sterkeste i januar i år, se figur 11, og er nå fortsatt noe sterkere enn i 1995 og 1996.

Konkurranskursindeksen (KKI) viser betydningen av valutakurssvingninger for eksport og importkonkurrerende næringer. Vektene reflekterer således eksport- og importmønsteret samt hvilken konkurranse norske bedrifter møter i utenlandske markeder fra andre land. KKI er svekket med om lag 12 prosent siden januar i år og er om lag på linje med 1995 og 1996, se figur 11.

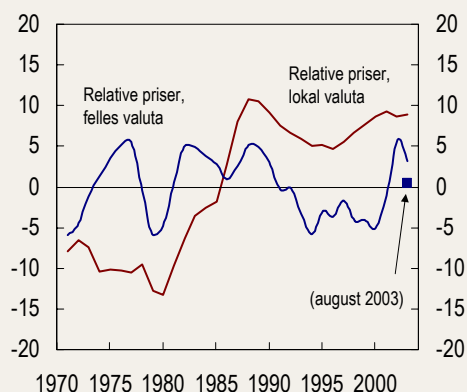
Den reelle kronekursen kan måles enten som forholdet mellom det norske og det utenlandske prisnivå i felles valuta eller som forholdet mellom det norske og det utenlandske lønnsnivået i felles valuta. Realkursen målt

Figur 11 Importvektet valutakurs (I-44) og konkurransekursindeksen. Månedstall. 1971-2003.



Kilde: Norges Bank

Figur 12 Valutakursen deflatert med relative priser i Norge og hos handelsparterne¹⁾. Avvik fra gjennomsnitt 1971-2002.



¹⁾ Anslag for 2003 er basert på en videreføring av gjennomsnittlig valutakurs for august ut året og anslagene for prisveksten i 2003 i Inflasjonsrapport 2/03.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

som utviklingen i det relative prisnivået gir et uttrykk for kjøpekraften for norske kroner. Erfaringene for Norge tyder på at det er en tendens for denne å vende tilbake til et historisk gjennomsnitt.⁸ Prisveksten i Norge har vært høyere enn hos handelsparterne. Målt som relative konsumpriser i felles valuta har realkursen nå vendt tilbake og er nær sitt historiske gjennomsnitt, se figur 12.

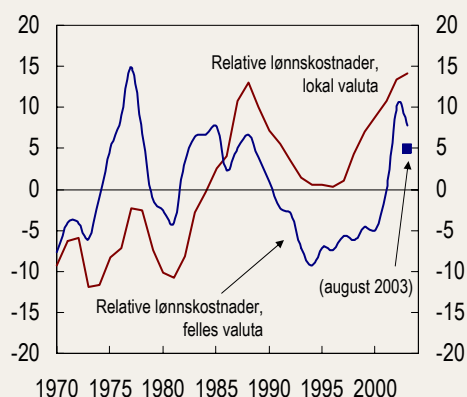
Realkursen målt ved relative lønnskostnader i felles valuta er imidlertid fortsatt sterk (se figur 13) og konkurranseevnen for norske bedrifter tilsvarende svak. Konkurranseevnen i 2003 kan anslås å være om lag 8 prosent svakere enn gjennomsnittet for de siste 30 årene og om lag 15 prosent svakere enn årene 1995-1996. Forverringen av konkurranseevnen siden midten av 1990-tallet gjenspeiler endringen i inntektsfordelingen mellom lønnstakere og næringslivet og den kostnadsbyrde norsk næringsliv har etter de dyre lønnsoppgjørene i perioden 1998-2002.

Lettelsene i pengepolitikken har vært gjennomført med sikte på å bringe inflasjonen opp mot målet innenfor horisonten på 2 år. I en periode fremover vil den underliggende prisveksten likevel være lavere enn inflasjonsmålet. Perioden med sterk kronkurs i fjor og tidlig i år vil fortsatt bidra til lav prisvekst på importerte varer og tjenester. Det er fortsatt utsikter til lav prisstigning ute.

Vurderingene av prisutsiktene ved et vendepunkt i konjunktorene er preget av en særskilt usikkerhet. Det tilsa etter Norges Banks oppfatning at en burde gå varsomt fram i rentesettingen. I strateginotatet som ble vedtatt av hovedstyret i mars (Strateginotat 1/03) ble det pekt på flere forhold som underbygget dette:

- *”Sammenhengene i valutamarkedene er ustabile. Effekten av renten på kursen kan variere.*
- *Det er fare for at lønns-lønnsspiraler fortsatt kan komme til å prege oppgjørene fremover og at det tar tid å nøste opp flokene i lønnsdannelsen. Det er fortsatt usikkert hvor raskt partene i arbeidslivet tar inn over seg inflasjonsmålet.*
- *Det er usikkerhet knyttet til virkningene av endringer i kronkursen på prisveksten og den realøkonomiske utviklingen. Utslaget på produksjon og sysselsetting kan bli større enn vi har lagt til grunn. Det vil i så fall komme til syne i arbeidsmarkedet og dermed få betydning for rentesettingen.*
- *Den lange oppgangsperioden i norsk økonomi har resultert i høye boligpriser og høy gjeldsrate i store*

Figur 13 Relative lønnskostnader i industrien i Norge i forhold til handelsparterne¹⁾. Avvik fra gjennomsnitt 1970-2002.



¹⁾ Anslag for 2003 er basert på en videreføring av gjennomsnittlig valutakurs for august ut året og anslagene for lønnsveksten i 2003 i Inflasjonsrapport 2/03.

Kilde: TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

⁸ Se Akram (2003): ”PPP in the medium term despite oil shocks: The case of Norway”. Working Paper 2002/4, Norges Bank.

deler av privat sektor. Veksten i boligprisene ser nå ut til å avta. Utviklingen i boligmarkedet og mindre optimisme i husholdningene kan redusere kredittveksten fremover. Ytterligere reduksjoner i renten kan imidlertid føre til at boligpriser og gjeldsvekst igjen skyter fart. Utviklingen i boligmarkedet og kredittmarkedet utover våren er derfor viktig for å vurdere videre skritt i rentenedgangen.”

Regjeringen og organisasjonene i arbeidslivet drøftet 21. januar 2003 den økonomiske situasjonen i forkant av lønnsoppgjøret i 2003. I kontaktutvalget for inntektsoppgjørene uttalte partene blant annet at de ville arbeide for å få lønnsveksten i Norge ”mer på linje med utviklingen hos våre handelspartnere”. Lønnsveksten hos handelspartnerne ligger på rundt 3½ prosent. Lønnsveksten i Norge i 2002 var 5¾ prosent. Formuleringen fra kontaktutvalget ga således ikke et presist varsel om hva resultatet av lønnsoppgjøret ville bli.

Lønnstilleggene i årets lønnsoppgjør ble lavere enn det Norges Bank hadde anslått. Bruddet med den særnorske høye lønnsveksten i 1998-2002 må ses på bakgrunn av tilstrammingen i pengepolitikken i fjor og svak utvikling i internasjonal økonomi. Det har trolig også hatt vesentlig betydning at det dyre lønnsoppgjøret i 2002 fikk sterke negative virkninger på økonomien og aktiviteten i offentlige virksomheter og at det ble trukket på disse erfaringene i lønnsoppgjøret i år. I mange tjenesteytende næringer har muligheten for å velte økte lønnskostnader over på priser trolig vært mer begrenset enn før. En vurdering av lønnsoppgjøret og den informasjonen vi har om lønnsutviklingen lokalt samt utviklingen i sysselsettingen og arbeidsledigheten, gir holdepunkter for å vente mer moderate lønnsoppgjør fremover enn i årene fra 1998 til 2002 selv om renten er satt ned. Utsiktene til at lønnsveksten vil komme ned på et mer opprettholdbart nivå har vært vesentlig for de store lettelsene i pengepolitikken.

Lettelsene i pengepolitikken gjennom våren og sommeren, etter hvert også med større skritt, gjenspeilte også at virkningen av reduksjonen i renten sist vinter syntes å bli mindre enn antatt. Virkningen på valutakursen ble dempet av at rentene ble satt ned også i andre land.

Konsumprisveksten var ventet å ligge godt under målet i 2003, men som omtalt i avsnitt 4.1.1, kom tolv månedersveksten i inflasjonen under 1 prosent i sommer. Uten vesentlige lettelser i pengepolitikken ville inflasjonen kunne bli for lav for lenge. Det ville i sin tur kunne lede til forventninger om fortsatt svært lav inflasjon. I en slik situasjon kan det også bli mer krevende å øke

aktiviteten i økonomien. Hovedstyret vurderte det derfor som riktig å redusere renten vesentlig.

I vurderingen av inflasjonsutviklingen må det legges en viss vekt på at den lave prisveksten i hovedsak kan tilskrives utviklingen i prisene på importerte konsumvarer og norskproduserte varer som selges i konkurranse med utenlandske varer. Veksten i prisene på andre norskeproduserte varer og tjenester har holdt seg oppe, se tabell 1. Siden prisleilet på importerte konsumvarer i vesentlig grad kan tilskrives den sterke kronkursen i fjor og i vinter, kan det antas at fallet i prisveksten vil være midlertidig. Lettelsene i pengepolitikken vil bidra til å løfte inflasjonen. På kort sikt vil virkningen særlig komme ved at effekten av appresieringen gradvis tømmes ut og ved at kronen senere er svekket. På noe lengre sikt vil rentereduksjonene også bidra gjennom sterkere etterspørsel i Norge. Samtidig venter Norges Bank at veksten internasjonalt etter hvert normaliseres og at prisstigningen ute tar seg noe opp.

I inflasjonsrapporten som ble lagt fram i juni i år (Inflasjonsrapport 2/03), ble utsiktene for inflasjonen vurdert blant annet basert på at renten og valutakursen utvikler seg som forventet i terminmarkedet. Disse forventningene innebar at foliorenten ville reduseres ned mot 3 prosent i slutten av inneværende år og at kronkursen ville svekke seg fram mot slutten av 2005. Anslagene i inflasjonsrapporten tydet på at lettelser i pengepolitikken i denne størrelse ville bringe prisstigningen på to års sikt opp til inflasjonsmålet. Lønnsveksten ble anslått til 4½ prosent i år og 5 prosent neste år.

Selv med en signalrente på 3,0 prosent var det imidlertid Norges Banks vurdering den 13. august at det var mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli lavere enn 2½ prosent enn at den ville bli høyere. Dette reflekterte blant annet utsiktene til mer moderate lønnsoppgjør fremover.

Samlet sett vil lettelsene i pengepolitikken i år, herunder svekkelsen av kronkursen, gi et vesentlig bidrag til å bringe inflasjonen tilbake til målet.

4.3 Har rentesettingen bidratt til stabilitet i produksjon og sysselsetting?

I Norges Banks årsberetning 2002 het det blant annet:

”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 utsikter til inflasjon lavere enn inflasjonsmålet, ble renten satt

ned. Utviklingen i 2002 illustrerer at inflasjonsmålet er en ramme, ikke et hinder, for at pengepolitikken kan bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.”

(s. 26)

Det ble samtidig pekt på at pengepolitikken bare i begrenset grad kan bidra til å stabilisere aktivitet og sysselsetting når økonomiens funksjonsmåte forstyrres av vesentlig svikt på produksjons- eller tilbudssiden:

”Hvis arbeidsledigheten øker i en situasjon med lav eller moderat pris- og kostnadsvekst, kan årsaken være svikt i den samlede etterspørselen. Lettelser i pengepolitikken kan i så fall motvirke økningen i arbeidsledigheten. Men når arbeidsledigheten øker i en situasjon med høy eller tiltakende pris- og kostnadsvekst, kan årsaken være at veksten i reallønningene er høyere enn produktivitetsveksten, slik at bedrifter og offentlige virksomheter ikke har evne til å bære økningen i lønnskostnadene. Det gir avskalling og lavere sysselsetting i bedriftene. I en slik situasjon kan lettelser i pengepolitikken føre til enda høyere pris- og kostnadsvekst og en mer ustabil utvikling i økonomien. Pengepolitikken kan derfor ikke motvirke en økning i ledigheten som skyldes et forhandlingsdrevet kostnadssjokk.” (s. 26)

Over tid øker produksjonspotensialet i økonomien. Stabilisering av aktivitetsnivået innebærer å unngå store avvik fra dette produksjonspotensialet. For å vurdere dette må en ha en oppfatning av hvordan den faktiske økonomiske aktiviteten er i forhold til produksjonspotensialet. Norges Bank baserer sine vurderinger på et bredt analyseapparat. Dette analyseapparatet omfatter blant annet økonomiske modeller hvor erfaringene i norsk økonomi er nedfelt. Slike modellanalyser, sammen med utviklingen i løpende statistikk, vurderinger av nye utviklingstrekk og informasjon fra Norges Banks regionale nettverk⁹, gir grunnlag for vår vurdering av økonomiens virkemåte¹⁰. Som et hjelpemiddel benytter Norges Banks seg også av en rekke indikatorer som samlet kan si noe om veksten og aktivitetsnivået i økonomien er høyt eller lavt i forhold til produksjonspotensialet¹¹.

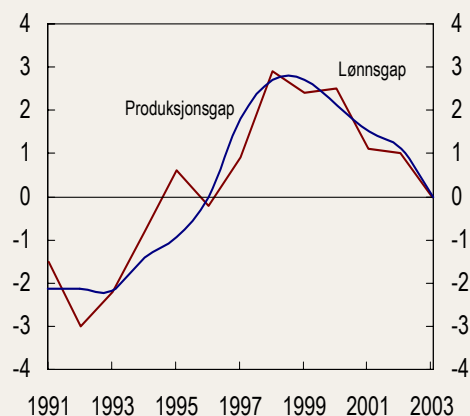
Produksjonsgapet er forskjellen mellom det faktiske nivået på produksjonen i økonomien og det nivået på produksjonen som er forenelig med stabil inflasjon over tid. Dette nivået er ofte betegnet som trendmessig produksjon. Størrelsen er ikke observerbar og må beregnes. Det er vanlig å legge

⁹ Se ”Analyse fra regionalt nettverk” på Norges Banks nettsider, www.norges-bank.no

¹⁰ Slike vurderinger blir publisert i inflasjonsrapportene. Se ”Oversikt over utdypninger i inflasjonsrapportene 2000-2003” i Inflasjonsrapport 2/03.

¹¹ Se ”Monetary Policy in Real Time: The Role of Simple Rules” av Olsen, Qvigstad og Røisland, utgis i serien BIS Papers.

Figur 14 Produksjons- og lønns-gap¹⁾.



¹⁾ Differansen mellom vekst i timelønnskostnader industrien i Norge og blant handelspartene fram til 2000. Deretter lønnsvekst i industrien over 4,5 prosent

Kilde: Statistisk sentralbyrå, TBU, IMF og Norges Bank

til grunn at samlet produksjon over tid stiger trendmessig fordi arbeidsstyrken vokser og fordi produktiviteten øker. Trenden kan variere fordi veksten i arbeidstyrken varierer. Ny teknologi og nye organisasjonsformer kan også påvirke veksten i produktiviteten. Utviklingen i produksjonsgapet gir et utgangspunkt for å vurdere stabiliteten i produksjonen og kan belyse det innenlandske prispresset i økonomien.

Produksjonsgapet, slik Norges Bank beregner det, har avtatt fra et forholdsvis høyt nivå, se figur 14. I 2003 anslås produksjonsgapet til om lag null. Ulike mål gir noe ulike forløp på produksjonsgapet. Andre institusjoner, for eksempel SSB, IMF, OECD bruker andre metoder for å beregne gapet. En forskjell er at Norges Bank har søkt å korrigere for at permanente endringer i arbeidstiden påvirker trendveksten. Utvidelsen av ferien i 2001 og 2002 reduserte trendveksten i økonomien med anslagsvis 1/2 prosentpoeng i hvert av disse årene. De ulike beregningene gir likevel et nokså likt bilde av produksjonsgapet (se nærmere utdyping i vedlegg).

Andre indikatorer kan også bidra til å belyse stabiliteten i produksjon og sysselsetting:

- *Lønnsveksten* er en direkte indikator på hvordan partene i arbeidslivet vurderer sysselsettingen og knappheten på arbeidskraft. Over tid må reallønnsveksten samsvare med produktivitetsveksten. Er reallønnsveksten høyere enn den underliggende veksten i produktiviteten, vil lønnsomheten i næringslivet svekkes. Økonomien i offentlige virksomheter vil også svekkes. Det legger kimen til senere innstramminger og nedbemanninger. Lønnsveksten kan dermed være en indikator på utsiktene for sysselsettingen. Produktivitetsveksten i Fastlands-Norge de siste årene har vært om lag 2 prosent. Inflasjonsmålet er satt til 2 1/2 prosent. Dette tilsier at en nominell vekst i lønningene på rundt 4 1/2 prosent vil være forenlig med stabil utvikling i sysselsettingen.

I perioden 1998-2002 var lønnsveksten klart høyere enn dette. Så sent som i fjor ble lønnsveksten 5 3/4 prosent. Dette kan være et uttrykk for at arbeidstakerne opplevde jobbtrykningen som høy og at det var stor knapphet på arbeidskraft. Høye lønnsstillegg kan imidlertid også være forhandlingsdrevet. Dersom partene ikke ser fremover og vurderer utsiktene for sysselsettingen i lønnsoppgjørene, men legger stor vekt på året som er gått, kan lønnsveksten i noen utstrekning være en etterslepene indikator. Indekseringer og lønns- lønnsspiraler kan også bidra til at lønnsveksten er høy selv etter at konjunktoren har snudd. Norges Bank anslår nå at lønnsveksten kan bli om lag 4 1/2 prosent i år. Lønnsveksten er dermed brakt ned på et nivå som over tid er forenlig med inflasjonsmålet og en mer stabil utvikling i arbeidsmarkedet.

I figur 14 er lønnsgapet definert som forskjellen mellom lønnsveksten i Norge og i utlandet fram til 2000. Deretter er lønnsgapet definert i forhold til en lønnsvekst på 4½ prosent. En slik lønnsvekst vil over tid være forenlig med inflasjonsmålet. Det synes å være en nær sammenheng mellom dette lønnsgapet og ressursutnyttelsen i økonomien slik Norges Bank måler den med produksjonsgapet. Fra 1990 til 1995 da ledigheten var relativt høy i Norge og den faktiske produksjonen lå under produksjonspotensialet, var lønnsveksten i Norge lavere enn hos handelspartnerne. Fra 1997 blir lønnsgapet positivt. I denne perioden økte ressursutnyttingen markert. Mot slutten av perioden avtar lønnsgapet i tråd med at ressursutnyttingen nærmer seg et mer opprettholdbart nivå.

- *Likevektsledigheten* er et uttrykk for det nivået på arbeidsledigheten som gir en lønnsvekst som er forenlig med en stabil og opprettholdbar økonomisk utvikling. Nivået på likevektsledigheten er et uttrykk for hvordan lønnsdannelsen virker og må på ingen måte ses på som en norm for nivået på arbeidsledigheten. Norges Bank har ingen fast oppfatning om hva nivået på likevektsledigheten er. I samsvar med forrige punkt kan likevektsledigheten sies å være den arbeidsledigheten som gir en lønnsvekst på om lag 4½ prosent. Med en lønnsvekst på 4½ prosent og en prisstigning på 2½ prosent vil reallønnsveksten tilsvare veksten i produktiviteten. En slik lønnsvekst vil derfor ikke endre inntektsfordelingen mellom arbeidstakere og bedrifter.

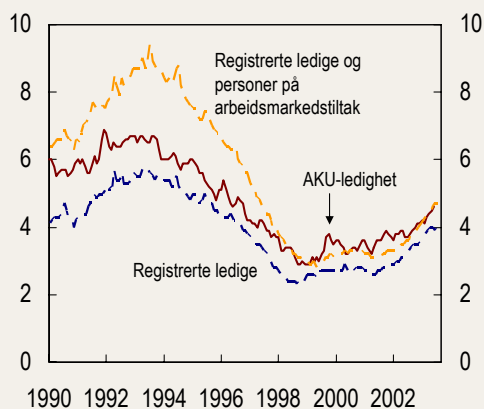
Syssettingsutvalget fra 1992 (NOU 1992:26 En nasjonal strategi for økt sysselsetting i 90-årene) anslo at en arbeidsledighet (målt ved AKU¹²) på 3-3,5 prosent i 1990 og 1991 vil gi uendret konkurranseevne overfor utlandet gjennom en lønnsvekst på linje med lønnsveksten i utlandet. I Nasjonalbudsjettet 1996 uttrykte Finansdepartementet at forskning tydet på at likevektsledigheten da var høyere enn dette. Det ble også vist til beregninger fra OECD som da tydet på en likevektsledighet på om lag 5 prosent. Departementet ga uttrykk for at dette trolig var et for høyt tall. Det ble pekt på at en høy likevektsledighet kan gjenspeile en betydelig mistilpasning mellom bedriftenes etterspørsel etter arbeidskraft og arbeidskraftens kvalifikasjoner og motivasjon. Likevektsledigheten vil kunne endre seg over tid og OECD har anslått likevektsledigheten (NAIRU¹³) til 3,6 prosent i 2001. IMF har anslått nivået (NAWRU¹⁴) til 4,5 prosent i 1999.

¹² SSBs arbeidskraftundersøkelse

¹³ NAIRU: non-accelerating inflation rate of unemployment (OECDs beregninger er basert på AKU-tall)

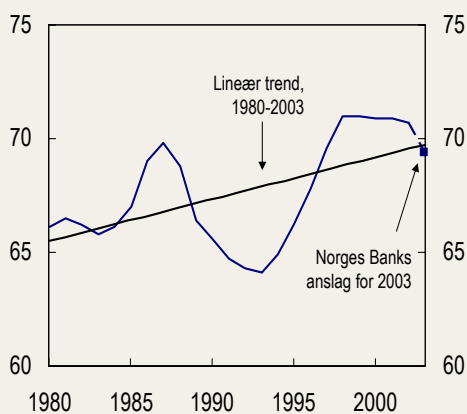
¹⁴ NAWRU: non-accelerating wage rate of unemployment (IMFs beregninger er basert på AKU-tall)

Figur 15 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken.



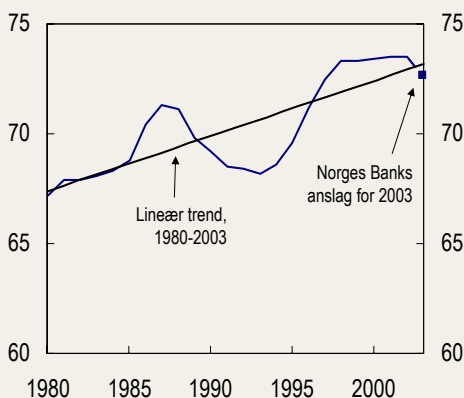
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Aetat Arbeidsdirektoratet og Norges Bank

Figur 16 Sysselsetting i prosent av befolkningen i alderen 16-74 år. Årstall. 1980-2003



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 17 Arbeidsstyrke i prosent av befolkningen i alderen 16-74 år (yrkesfrekvensen). Årstall. 1980-2003



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Arbeidsledigheten målt både som antall registrerte ledige, registrerte ledige inklusive antallet personer på arbeidsmarkedstiltak og målt ved AKU har økt noe i de siste ett til halvannet år. Arbeidsledigheten er vesentlig lavere enn på begynnelsen av 1990-tallet og er nå om lag på nivå med eller litt lavere enn gjennomsnittet for 1990-tallet målt ved antallet registrert ledige og ved AKU. Antallet registrerte ledige og personer på tiltak er lavere enn gjennomsnittet på 1990-tallet, se figur 15. Lønnsveksten på 1990-tallet var i gjennomsnitt $4\frac{1}{2}$ prosent, mens konsumprisveksten i gjennomsnitt var $2\frac{1}{2}$ prosent på linje med inflasjonsmålet.

- Både yrkesfrekvensen og sysselsettingsfrekvensen, det vil si henholdsvis arbeidstyrken og sysselsettingen som andel av befolkningen i arbeidsdyktig alder, har vist en stigende trend helt siden tidlig på 1970 tallet. Det har sammenheng med økte sysselsetting blant kvinner. Siden 1996 har disse frekvensene ligget over trenden, se figur 16 og 17. I år ser yrkesfrekvensen og sysselsettingsfrekvensen ut til å ligge om lag på trenden. Begge frekvensene er fortsatt høye. Den mekaniske lineære trenden som her er benyttet overdriver trolig trendøkningen i frekvensene mot slutten av perioden. Kvinnens yrkes- og sysselsettingsfrekvens nærmer seg nå nivået for menn og veksten i den samlede trenden vil trolig nå være avtakende.
- *Kredittveksten* er en indikator på publikums etterspørsel som over tid antas å vokse om lag i takt med nominelt BNP. Dersom det legges til grunn at BNP for Fastlands-Norge i faste priser trendmessig vokser med opp mot $2\frac{1}{2}$ prosent og prisstigningen ligger på inflasjonsmålet, kan kredittveksten være rundt 5 prosent Den underliggende veksten i publikums kreditt fra innenlandske kilder har falt fra over 10 prosent i midten av 2002 til rundt $7\frac{1}{2}$ i juni. Tolv månedersveksten i publikums samlede bruttogjeld falt til $5\frac{1}{2}$ ved utgangen av juni. Dermed peker utviklingen i kredittveksten i retning av en mer opprettholdbar og stabil utvikling fremover. Både på kort og lengre sikt er imidlertid disse sammenhengene usikre. For eksempel kan økningen i kreditten reflektere at husholdninger og bedrifter justerer sine ønskede størrelser på gjeld og fordringer utover det som følger av økningen i nominelt BNP blant annet som følge av dereguleringer eller økt konkurranse i kredittmarkedet. Det kan også reflektere strukturelle endringer i etterspørselen etter kreditt, for eksempel at grupper av husholdninger i større grad belåner boligen eller andre realaktiva for å finansiere andre investeringer eller forbruk.

Indikatorene over peker i retning av at kapasitetsutnyttelsen har avtatt fra et høyt nivå, og er nå på linje med nivået i årene 1995-97, før kostnadsveksten tiltok.

Veksten i norsk økonomi avtok noe raskere enn Norges Bank hadde anslått og stoppet opp i vinter. Dette gjenspeilte blant annet at internasjonal økonomi gjennom andre halvår 2002 tok en annen retning enn ventet. Smittevirkningene til norsk økonomi fra internasjonal nedgang i IKT- og telekombransjen vedvarte. Etterspørselen rettet mot eksportnæringene sviktet. Frykt for krig og terror rammet reiselivsbransjen. Strømprisene økte uventet. Mange bedrifter, også i skjermede sektorer og offentlige virksomheter, opplevde kostnadsbyrden som tung etter nok et dyrt lønnsoppgjør i 2002. Arbeidsledigheten har økt i mange yrkesgrupper, se figur 18.

Lettelsene i pengepolitikken fra desember 2002 må ses på bakgrunn av at veksten i norsk økonomi har vært svak eller negativ de siste kvartalene. Det er enkelte tegn til at lettelsene i pengepolitikken og forventningene om ytterligere lettelser nå har begynt å virke. Kvartalsvis nasjonalregnskap for 2. kvartal viste en svak oppgang i fastlandsøkonomien. Veksten i varekonsumet har som ventet utviklet seg positivt. Forventningsindikatoren for husholdningene har tatt seg opp i sommer. Boligprisene har begynt å øke litt etter stagnasjon tidligere i år. Statistisk Sentralbyrås konjunkturbarometer for industrien i annet kvartal indikerer at forventningene til den kortsiktige utviklingen har bedret seg noe. På den annen side er det stor ledig kapasitet for næringseiendommer, og bedriftenes konkurransevne preges som nevnt av lønnsoppgjørene i årene 1998-2002.

Lønnsoppgjørene de siste årene har ført til at husholdningene har styrket sin økonomiske stilling på bekostning av bedriftene og offentlige virksomheter. Med dette utgangspunktet må vi regne med at veksten i det private forbruket vil bli ganske høy. Samtidig er bedriftenes stilling fortsatt preget av at lønnskostnadene steg kraftig fra 1998 til 2002, se figur 13. Bedriftenes låneetterspørsel og investeringer er lave. Aktiviteten i næringslivet kan mest effektivt stimuleres av lav rente og svak krone.

Svekkelsen av kronekursen vil etter hvert bidra til økt lønnsomhet i konkurranseutsatt sektor, se figur 13. Etterspørselen rettet mot underleverandører vil ventelig ta seg opp. Sammen med lavere rente og økt konsumetterspørsel kan det stimulere nyinvesteringer i næringslivet. Etterspørselen etter arbeidskraft kan etter hvert ta seg opp. Norges Bank venter at arbeidsledigheten vil stabiliseres neste år og reduseres noe i 2005. Allerede i løpet av 2004 kan veksten i norsk økonomi igjen komme på linje med trendveksten. Produksjonsgapet og lønnsgapet anslås å holde seg rundt null neste år og sysselsettingen å vokse om lag i takt med arbeidstyrken fram til 2005.

Etter Norges Banks vurdering har den pengepolitiske tilstrammingen i 2002, som bidro til at utsiktene

Figur 18 Endring i ledighet fordelt på yrkesgrupper¹⁾. August 2002 - august 2003.



¹⁾ Posten "uoppgitt/ingen yrkesbakgrunn" redusert med 1573 personer

Kilde: Aetat Arbeidsdirektoratet og Norges Bank

for lønnsveksten nå er bedre, og de store lettelsene i pengepolitikken gjennom 2003, medvirket til at veksten i norsk økonomi etter hvert igjen kan komme på linje med veksten i produksjonskapasiteten. Forholdene ligger således bedre til rette for en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting fremover.

4.4 Har pengepolitikken i 2003 understøttet tilliten til at inflasjonen vil være 2½ prosent?

Med tillit til inflasjonsmålet kan pengepolitikken i større grad jevne ut svingninger i økonomien. Forventninger om prisveksten i Norge fremover gir en indikasjon på om det er tillit til at inflasjonsmålet nås.

Spørreundersøkelsen fra TNS Gallup fra 3. kvartal i år viser at forventet inflasjon om to år gjennomgående er i underkant av inflasjonsmålet på 2½ prosent. Panelet med makroanalytikere, akademikere og arbeidsgiverorganisasjonene har gjennom det siste året nedjustert sine forventninger noe om inflasjonen om to år. Disse gruppens forventninger om inflasjonen fem år fram i tid har imidlertid ligget stabilt rundt inflasjonsmålet. Inflasjonsforventningene til arbeidstakerorganisasjonene ser ut til å svinge nokså mye fra en undersøkelse til den neste. Husholdningene rapporterer gjennomgående en relativt høy forventet inflasjon både ett og to år fram i tid. Forventet inflasjon for denne gruppen ligger mellom 3 og 4 prosent, men tolkningen av dette er usikker.

Consensus Forecasts Inc. gir en månedlig oversikt over ulike institusjoners prognoser for inflasjonen i Norge. Anslagene gis for inntil to år fremover. I undersøkelsen i august var det gjennomsnittlige anslaget for 2004 på 1,5 prosent. Det lave anslaget må ses i sammenheng med forløpet for strømprisene. To ganger i året, i oktober og april, publiseres anslag med lengre tidshorison. Anslagene som ble gitt i april 2003, viste at prisstigningen var forventet å ta seg opp. Både på 5- og 10-års sikt var prisstigningen anslått til 2,4 prosent. Dette var 0,1 prosent lavere enn i oktober i fjor.

Differansen mellom terminrentene i Norge og Tyskland kan også gi en indikasjon på prisforventningene i Norge. Det må imidlertid tas hensyn til at inflasjonsmålet for Norge er høyere enn i Tyskland. I euroområdet er de langsiktige forventningene til inflasjonen så vidt under 2 prosent¹⁵. Selv med tillit til inflasjonsmålet vil terminrentene i Norge således ligge noe høyere enn i Tyskland. Forskjellene mellom terminrentene gjenspeiler dessuten premier for forskjeller i likviditet i det norske og det tyske markedet. På kort sikt vil det også være støy i tallene knyttet til markedsmessige forhold. Nivået på differansen bør derfor vurderes over

¹⁵ Se ECBs "Monthly Bulletin", august 2003

noe tid. Differansen mellom norske og tyske langsiktige terminrenter lå i området 1 prosentpoeng gjennom 2002 og falt til rundt ½ prosentpoeng i desember. Fra desember til april falt rentedifferansen ytterligere, men har siden tatt seg noe opp igjen. Den har den siste måneden igjen ligget rundt ¾ prosentpoeng. Prisingen i rentemarkedet tyder derfor på at det er tillit til at inflasjonsmålet vil nås.

Basert på informasjon fra forventningsundersøkelser og langsiktige renter er det tegn til at det forventes lavere inflasjon enn 2½ prosent det nærmeste året. Forventningene lengre fram i tid ser ikke ut til å avvike vesentlig fra inflasjonsmålet. Lettelsene i pengepolitikken i år har bidratt til at forventningene om en fremtidig inflasjon rundt inflasjonsmålet har vært relativt stabile.

4.5 Var pengepolitikken i 2003 forutsigbar for aktørene i finansmarkedene?

Det er ønskelig at sentralbankens rentebeslutninger er forutsigbare. Sentralbanken setter renten for overnatten innskudd i Norges Bank. Denne signalrenten er i stor grad bestemmende for de helt kortsiktige rentene. For lengre løpetider avhenger virkningene av aktørenes forventninger. Dersom disse rentene og andre priser på finansielle størrelser blir tilpasset de økonomiske utsiktene, vil det bidra til å stabilisere den økonomiske utviklingen.

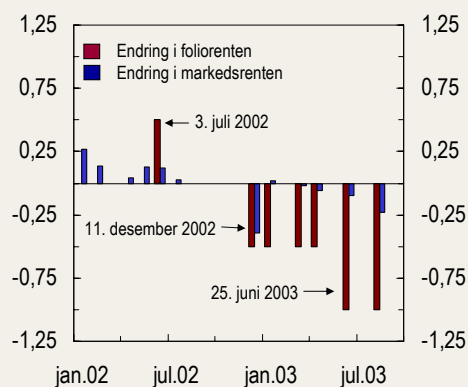
En indikator for forutsigbarheten i rentesettingen er utslagene i markedsrentene ved hovedstyrets rentemøter¹⁶. Større utslag i markedsrentene kan tyde på at beslutningen var overraskende.

Utslagene i tre måneders pengemarkedsrente ved rentemøtene har vært betydelig mindre i første halvår 2003 sammenlignet med utslagene i fjor, se figur 19. I første halvår 2003 har Norges Bank redusert styringsrenten ved fem anledninger. Endringen i styringsrenten den 13. august ser ut til å ha vært noe større enn forventet. Samtlige av de andre rentebeslutningene hittil i år ser ut til å ha vært forventet.

Denne måten å måle forutsigbarheten på kan imidlertid ha visse begrensninger. For eksempel ble renteforventningene justert etter talen sentralbanksjefen holdt 3. juni i år hvor det ble understreket at hovedstyret nøyde ville vurdere å ta større skritt i rentesenkningene.

Selv om aktørene kjenner reaksjonsmønsteret i pengepolitikken relativt godt, kan det komme overraskelser

Figur 19 Utslag i 3-måneders pengemarkedsrente ved rentemøte.



Kilde: Norges Bank

¹⁶ En slik indikator blir blant annet benyttet i rapporten om "How Do Central Banks Write" av Fracasso, Genberg og Wyplosz, CEPR 2003.

i virkemiddelbruken hvis det kommer nyheter. Den økonomiske situasjonen, utviklingen eller utsiktene kan bli annerledes enn forutsatt. Slike forstyrrelser vil kunne føre til endringer i renten. Det er da imidlertid ikke sentralbankens atferd, men begivenhetene som overrasker aktørene. Det kan være usikkerhet knyttet til hvordan slike forstyrrelser vil påvirke de økonomiske utsiktene. Det vil da heller ikke alltid være helt klart hva som er den riktige reaksjonen i pengepolitikken. Det kan således ikke forventes at aktørene alltid vil kunne forutse sentralbankens rentesetting med stor presisjon.

De gjennomsnittlige utslagene i de norske markedsrentene var relativt store ved rentemøtene i fjor sammenliknet med andre land med inflasjonsstyring. Hittil i år har utslagene vært betydelig lavere relativt til de samme landene. Pengepolitikken i 2003 har således vært relativt forutsigbar for aktørene.

5 | Oppsummering og avsluttende merknader

5.1 Oppsummering

I denne beretningen er det gjort rede for gjennomføringen av pengepolitikken de åtte første månedene i 2003. I innledningen ble det satt fram fem kriterier som er tillagt særlig vekt i vurderingen:

5.1.1 Konsumprisveksten i 2003 og bakgrunnen for avvik fra målet

Konsumprisveksten justert for avgifter og energivarer (KPI-JAE) fortsatte å avta gjennom de sju første månedene av 2003. I august økte tolv månedersveksten i KPI-JAE noe. I perioden mai-august har prisstigningen vært mer enn 1 prosentpoeng under målet. Det er særlig prisfall på importerte konsumvarer som trekker den samlede prisveksten ned.

Norsk økonomi var i årene 1998-2002 preget av stor knapphet på arbeidskraft og vesentlig høyere lønnskostnadsvekst enn hos handelspartnerne. Lønnsveksten i økonomien fremkommer som et samspill av ulike faktorer og vil variere fra år til år. Fjoråret var imidlertid det femte året på rad med svært høy årsvekst. Lønnsstigningen var vesentlig høyere enn det som over tid vil være forenlig med inflasjonsmålet og med normal vekst i produktiviteten. Lønnstilleggene var svært ulike for ulike grupper. Det var derfor etter Norges Banks syn stor risiko for nye lønns-lønnsspiraler. Flere runder med slike sterke lønnsøkninger ville kunne føre til større svikt i produksjon og sysselsetting.

Pengepolitikken ble derfor strammet til gjennom en renteøkning i fjor sommer. På ett års sikt ville den sterke kronen trekke prisstigningen under 2½ prosent, men deretter ville virkningene av den sterke lønnsveksten veie tyngst.

Norges Banks hovedstyre avveide således i fjor hensynet til en jevn utvikling i inflasjonen på kort sikt og hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Det var ventet at inflasjonen ville bli lav i 2003.

Selv på ½ - 1 års sikt er det usikkerhet i prisutviklingen. I det lå det en mulighet for at prisveksten kunne komme enda lavere enn anslått, og mer enn 1 prosentpoeng under inflasjonsmålet. Avviket mellom utfall og prognose er likevel uvanlig stort.

Det reflekterer at økonomien ble utsatt for betydelige uforutsette forstyrrelser. Valutakursen styrket seg mer enn

lagt til grunn i våre prognoser. Etter at Inflasjonsrapport 3/02 ble lagt fram i oktober i fjor styrket kronen seg ytterligere. Dette hadde sammenheng med uventet svak utvikling i internasjonal økonomi som førte til lavere rente ute og økt rentedifferanse mellom Norge og utlandet. Blant annet negative hendelser som regnskapsskandalene i store amerikanske selskaper, frykt for terror og krig i Irak og spredning av SARS-sykdommen bidro til svak vekst og lav prisstigning i andre land. Utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene og risiko for økte oljepriser bidro også til å styrke kronen. Enkelte trekk ved utviklingen i norsk økonomi har trolig bidratt til lavere prismarginer, blant annet av svikt i etterspørselen etter enkelte varer som følge av økte strømgninger.

5.1.2 I hvilken grad har rentesettingen i 2003 styrket utsiktene til at inflasjonen to år fram i tid kommer nær inflasjonsmålet?

Siden årsskiftet er renten satt ned med 3,5 prosentenheter. Foliorenten er kommet ned til 3,0 prosent. Realrenten er redusert. Den importveide kronekursen har svekket seg med 12 prosent siden den var på sterkeste i januar i år. Utsiktene til at lønnsveksten vil komme ned på et mer opprettholdbart nivå, har vært vesentlig for de store lettelsene i pengepolitikken.

Lettelsene i pengepolitikken har vært gjennomført med sikte på å bringe inflasjonen opp mot målet innenfor horisonten på to år. I en periode fremover vil den underliggende prisveksten likevel være lavere enn inflasjonsmålet. Perioden med sterk kronekurs i fjor og tidlig i år vil fortsatt bidra til lav prisvekst på importerte varer og tjenester. Det er fortsatt utsikter til lav prisstigning ute.

Uten vesentlige lettelser i pengepolitikken ville inflasjonen kunne bli for lav for lenge. Det ville i sin tur kunne lede til forventninger om fortsatt svært lav inflasjon. I en slik situasjon kan det bli mer krevende å øke aktiviteten i økonomien. Det var derfor riktig å redusere renten vesentlig.

Lettelsene i pengepolitikken vil bidra til å løfte inflasjonen. På kort sikt vil virkningene særlig komme ved at effekten av appresieringen gradvis tømmes ut og ved at kronen senere er svekket. På noe lengre sikt vil rentereduksjonene også bidra gjennom sterkere etterspørsel i Norge.

Samlet sett vil lettelsene i pengepolitikken i år, herunder svekkelsen av kronekursen, gi et vesentlig bidrag til å bringe inflasjonen tilbake til målet.

5.1.3 Har rentesettingen bidratt til stabilitet i produksjon og sysselsetting?

Kapasitetsutnyttelsen i Norge har avtatt fra et forholdsvis høyt nivå og er nå på linje med nivået i årene 1995-97, før kostnadsveksten tiltok.

Veksten i norsk økonomi avtok noe raskere enn Norges Bank hadde anslått og stoppet opp i vinter. Dette gjenspeilte blant annet at internasjonal økonomi gjennom andre halvår 2002 tok en annen retning enn ventet. Smittevirkningene til norsk økonomi fra internasjonal nedgang i IKT- og telekombransjen vedvarte. Etterspørselen rettet mot eksportnæringene sviktet. Frykt for krig og terror rammet reiselivsbransjen. Mange bedrifter, også i skjermede sektorer og offentlige virksomheter, opplevde kostnadsbyrden som tung etter nok et dyrt lønnsoppgjør i 2002. Strømprisene økte uventet.

Lettelsene i pengepolitikken fra desember 2002 må ses på bakgrunn av at veksten i norsk økonomi har vært svak eller negativ de siste kvartalene. Det er enkelte tegn til at lettelsene i pengepolitikken og forventningene om ytterligere lettelser nå har begynt å virke.

Etter Norges Banks vurdering har den pengepolitiske tilstrammingen i 2002, som bidro til at utsiktene for lønnsveksten nå er bedre, og de store lettelsene i pengepolitikken gjennom 2003, medvirket til at veksten i norsk økonomi etter hvert igjen kan komme på linje med veksten i produksjonskapasiteten. Forholdene ligger således bedre til rette for en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting fremover.

5.1.4 Har pengepolitikken bidratt til å bekrefte forventningene til aktørene i økonomien om at fremtidig inflasjon vil være 2½ prosent?

Med tillit til inflasjonsmålet kan pengepolitikken i større grad jevne ut svingninger i økonomien. Forventninger om prisveksten i Norge fremover gir en indikasjon på om det er tillit til at inflasjonsmålet nås.

Basert på informasjon fra forventningsundersøkelser og langsiktige renter er det tegn til at det forventes lavere inflasjon enn 2½ prosent det nærmeste året. Forventningene lengre fram i tid ser ikke til å avvike vesentlig fra inflasjonsmålet. Lettelsene i pengepolitikken i år har bidratt til at forventningene om en fremtidig inflasjon rundt inflasjonsmålet har vært relativt stabile.

5.1.5 Var pengepolitikken i 2003 forutsigbar for aktørene i finansmarkedene?

Det er ønskelig at sentralbankens rentebeslutninger er forutsigbare. En indikator for forutsigbarheten i rentesettingen er utslagene i markedsrentene ved hovedstyrets rentemøter. Større utslag i markedsrentene kan tyde på at beslutningen var overraskende.

Utslagene i tre måneders pengemarkedsrente ved rentemøtene har vært betydelig mindre i første halvår 2003 sammenliknet med utslagene i fjor. I første halvår 2003 har Norges Bank redusert styringsrenten ved fem anledninger. Endringen i styringsrenten den 13. august ser ut til å ha vært noe større enn forventet. Samtlige av de andre rentebeslutningene hittil i år ser ut til å ha vært forventet.

De gjennomsnittlige utslagene i de norske markedsrentene var relativt store ved rentemøtene i fjor sammenliknet med andre land med inflasjonsstyring. Hittil i år har utslagene vært betydelig lavere relativt til de samme landene. Pengepolitikken i 2003 har således vært relativt forutsigbar for aktørene.

5.2 Avsluttende merknader om pengepolitikken og samspillet i den økonomiske politikken

Erfaringene understøtter at en fleksibel inflasjonsstyring forankrer inflasjonsforventningene og gir en god ramme for at pengepolitikken kan bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Vi vil avslutningsvis drøfte enkelte andre sider ved pengepolitikken.

5.2.1 Pengepolitikken og stabilisering av valutakursforventningene

Vi må vente at kronkursen vil svinge i verdi på linje med valutaer til andre små økonomier med flytende valutakurs. Vi har fritt vare- og tjenestebytte og frie kapitalbevegelser. Kronen flyter. Siden 1997 har kronen målt mot euro/ecu svingt mellom 9,24 og 7,22 kroner per euro/ecu.

Samtidig har det vært sterke tilbakevendingsmekanismer i kronkursen. Kronen har styrket seg når aktiviteten i økonomien har vært høy og det har vært forventninger om høy rentedifferanse. Kronen har svekket seg når aktiviteten og rentedifferansen har avtatt.

Ut fra erfaringene så langt har vi ikke holdepunkter for å si at tilbakevendingsmekanismene i kronkursen vil være svekket med et inflasjonsmål for pengepolitikken. Erfaringene peker i retning av at et inflasjonsmål gir et godt ankerfeste for forventningene til valutakursen. Men

forventningene vil også avhenge av grunnleggende forhold som utviklingen i offentlige utgifter og inntekter, produktivitetsutviklingen, oljeprisen og det øvrige bytteforholdet mellom eksport- og importprodukter.

5.2.2 Pengepolitikken og konkurranseevnen

Svingningene i den nominelle valutakursen vil også komme til uttrykk i den løpende måling av realvalutakursen og konkurranseevnen. Også for realvalutakursen er det funnet støtte for at tilbakevendingsmekanismer vil gjelde over tid. Tilbakevending i den nominelle kursen vil bidra til dette når prisstigningen i Norge utvikler seg om lag som inflasjonen i andre land.

Selv om den nominelle kronekursen har svekket seg i år, er konkurranseevnen til norske næringer fortsatt svak. Målt i felles valuta steg lønningene i Norge om lag 15 prosent mer enn i utlandet fra 1995-1996 til 2003. Utviklingen i kronen viste seg å være reversibel, men det tapet av konkurranseevne og arbeidsplasser som skyldes den særnorske lønnsveksten, er vanskelig å hente inn. En vesentlig ytterligere bedring av konkurranseevnen forutsetter at reallønnsøkningen i en periode er lavere enn produktivitetsveksten i bedriftene. Erfaringsmessig skjer det bare i perioder med lav ressursutnyttelse i økonomien. Det gjenspeiler også at utviklingen i konkurranseevnen over tid avhenger av realøkonomiske faktorer og av trekk ved lønnsdannelsen og ikke kan styres av pengepolitikken.

5.2.3 Samspillet mellom pengepolitikken og finanspolitikken

Retningslinjene for budsjettpolitikken innebærer at bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet over tid skal svare til den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet. Denne handlingsregelen innebærer en gradvis innfasing av oljeinntektene i økonomien. I Nasjonalbudsjettet 2003 uttrykker regjeringen det slik:

”Gjennom handlingsregelen har budsjettpolitikken fått en mellomlangsigtig forankring. Ved å knytte bruken av oljeinntekter til det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet sørger en for at de såkalte automatiske stabilisatorene får virke. (...)

De nye retningslinjene for den økonomiske politikken innebærer samtidig at pengepolitikken har fått en klar rolle i å stabilisere den økonomiske utviklingen. Dette betyr at det i første omgang er pengepolitikken som bør reagere dersom utsiktene for økonomien endres.” (s. 7)

I begrunnelsen for det økonomiske opplegget for 2003 la regjeringen også vekt på samspillet med pengepolitikken:

”Et mer ekspansivt budsjett vil undergrave troverdigheten til budsjettpolitikken. En slik politikk vil legge et ekstra press på pengepolitikken, noe som kan bidra til høyere rente og en ytterligere styrking av kronkursen. Dette vil forverre arbeidsvilkårene for konkurranseutsatt næringsliv.” (s. 7)

Det finanspolitiske opplegget for 2003 har etter Norges Banks vurdering bidratt til at det har vært mulig å foreta markerte lettelser i pengepolitikken. Sammen med lavere lønnsvekst har finanspolitikken bidratt til at renten er redusert og kronkursen svekket. Utsiktene for konkurranseutsatt næringsliv er i dag bedre enn slik de fortonet seg for ett år siden fordi kostnadsveksten har avtatt markert. Det synes å være i tråd med de intensjonene regjeringen ga uttrykk for i nasjonalbudsjettet.

5.2.4 Samspillet mellom pengepolitikken og lønns- og inntektsdannelsen

Når reaksjonsmønsteret i pengepolitikken er kjent og ligger fast over tid, kan partene i arbeidslivet ta hensyn til en eventuell pengepolitisk reaksjon når lønningene fastsettes. Utfallet av fjorårets oppgjør, som i gjennomsnitt ga en lønnsvekst på $5\frac{3}{4}$ prosent kunne tyde på at inflasjonsmålet ikke virket som et ankerfeste for lønnsdannelsen.

Lønnsveksten i 2003 ser ut til å bli klart lavere enn i årene før. Partene i arbeidslivet kan ha lagt mer vekt på virkningene av lønnstillegg på den fremtidige utviklingen i renten, kronkursen og sysselsettingen. Lønnsveksten ble lavere, renten ble satt ned, og kronkursen svekket seg. Utfallet av årets lønnsoppgjør kan således gi holdepunkt for å vente mer moderate lønnsoppgjør fremover enn i årene fra 1998 til 2002 og mer i samsvar med det målet som er satt for utviklingen i inflasjonen over tid.

Pengepolitikken var stram så lenge det var høy lønnsvekst. Når det er tillit til at pengepolitikken vil holde inflasjonen lav og stabil, må vi vente at høy lønnsvekst tidvis vil gå sammen med en sterk krone. Når presset i økonomien avtar og lønnsveksten kommer ned, gir det lettelse i pengepolitikken. Pengepolitikken gir et ankerfeste for inflasjonsforventningene. I forhandlingene mellom partene i arbeidslivet kan de ta utgangspunkt i at inflasjonen over tid vil være $2\frac{1}{2}$ prosent.

Det konkurranseutsatte næringslivet vil få et særskilt løft med moderasjon i lønnsveksten. Lavere lønnsvekst vil i seg selv styrke inntjeningen og sysselsettingen. Samtidig vil det legge et grunnlag for lav rente. Normalt vil det føre til en svakere krone enn ellers.

Utsiktene til at lønnsveksten vil komme ned på et mer opprettholdbart nivå har vært vesentlig for de store lettelsene i pengepolitikken.

Vedlegg

Vedlegg 1

Beregning av produksjonsgap for Fastlands-Norge

Produksjonsgapet er et uttrykk for den totale ressursutnyttelsen i økonomien, og kan fungere som en indikator for innenlandsk prispress. Gapet er definert som forskjellen mellom det *faktiske* nivået på produksjonen i økonomien og det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid. Dette nivået betegnes ofte som *trendmessig* produksjon. Ved et positivt produksjonsgap er aktivitetsnivået i økonomien så høyt at det skaper press mot realressursene og tiltakende pris- og kostnadsvekst. Et produksjonsgap lik null antyder et aktivitetsnivå som er forenlig med stabil pris- og kostnadsvekst.

Det er usikkerhet knyttet til tallfestingen av produksjonsgap. Den trendmessige produksjonen er ikke observerbar og må beregnes. Ulike beregningsmetoder kan gi ulike forløp. Figurene viser produksjonsgap beregnet av Norges Bank, Statistisk sentralbyrå, IMF og OECD. Til tross for enkelte forskjeller i beregningsmetodene gir figurene et nokså likt bilde av produksjonsgapet. Etter nedgangsperioden rundt 1990 steg produksjonsgapet gradvis fram mot 1998. Deretter reduseres gapet og går mot null i 2002-2003. Nedenfor ser vi nærmere på hvilke beregningsmetoder som er benyttet til de ulike produksjonsgapene.

Norges Bank

Norges Bank benytter et *Hodrick-Prescott-filter* (HP-filter) for å beregne trendmessig produksjon. Det er en mye brukt metode som forutsetter at en kan dekomponere en tidsserie i en trendkomponent og en syklisk komponent. Metoden tillater gradvise endringer i trendmessig produksjon over tid, mens mer kortsiktige fluktuasjoner antas å gjenspeile sykliske variasjoner i etterspørselen i økonomien. En fordel ved denne metoden er at en bare trenger tall for faktisk produksjon for å beregne trendmessig produksjon. Svakheter ved metoden er at en a priori må velge en parameter (λ) som gir uttrykk for omfanget av variasjoner i trend-BNP, det vil si hvor stiv denne trenden skal være¹⁷. En annen svakhet er at bevegelser mot slutten av beregningsmetoden får stor vekt og kan vanskeliggjøre tolkningen av produksjonsgapet i nåtid. Dette problemet kan i noen grad unngås dersom en forlenger dataserien.

Ved beregninger av trendmessig produksjon har Norges Bank tatt utgangspunkt i nasjonalregnskapstall for BNP for Fastlands-Norge for perioden 1970-2001 forlenget med egne anslag for perioden 2002-2005. Norges Bank har etter skjønnsmessige vurderinger valgt å benytte $\lambda = 100$ ved beregninger av produksjonsgapet på årstall. For å unngå at endepunktet får for stor vekt forlenges serien ytterligere med BNP-vekst lik den langsiktige trenden. Norges Bank benytter HP-filter for beregninger av trendveksten fram til og med 1999. For årene etter lages skjønnsmessige anslag for trendveksten for blant annet å kunne ta hensyn til kjente forhold på tilbudssiden i økonomien som ikke fanges opp i en sjablonmessig beregning. Utvidelsen av ferien i 2001 og 2002 reduserte vekstpotensialet i økonomien med anslagsvis ½ prosentpoeng i hvert av disse årene. Det innebærer at produksjonsgapet blir liggende noe høyere enn det ville gjort ved mekanisk bruk av HP-filter. I Inflasjonsrapport 2/03 anslø Norges Bank at produksjonsgapet reduseres fra 1,4 prosent av trend-BNP i 2002 til om lag null i 2003¹⁸.

Statistisk sentralbyrå (SSB)

SSB beregner ”konjunkturavvik”, det vil si avviket mellom faktisk BNP og trend-BNP, ved hjelp av HP-filter. De tar utgangspunkt i kvartalsvise nasjonalregnskapstall for BNP Fastlands-Norge og forlenger seriene med sine prognoser så langt disse går. Deretter settes årsveksten lik trendvekst for å omgå problemet med at endepunktet blir tillagt for stor vekt. SSB beregner konjunkturavviket på kvartalstall med $\lambda=40\ 000$ (størrelsen på λ påvirkes av frekvensen på data).

¹⁷ En lav λ impliserer store svingninger i trendproduksjonen. En høy λ impliserer at trendveksten beveger seg lite og i et grensetilfelle går mot gjennomsnittet for perioden.

¹⁸ Anslag fra banen med terminrente og gradvis kurssvekkelse på 3 prosent.

Konjunkturavviket til SSB viser noenlunde samme forløp som Norges Banks produksjonsgap, men det blir liggende noe lavere mot slutten av perioden. Dette har sammenheng med at SSB anvender HP-filteret mer direkte, og ikke tilsvarende korrigerer for at potensiell vekst ble redusert i 2001 og 2002 som følge av ferieutvidelsen. I følge SSBs beregninger til Konjunkturtrendensene i september 2003 blir produksjonsgapet negativt mot slutten av 2002 og når en bunn midt i 2003. I gjennomsnitt for året anslås produksjonsgapet for norsk økonomi til 0,5 prosent av trend-BNP i 2002 og -1,2 prosent i 2003.

Finansdepartementet

Finansdepartementet publiserer ikke regelmessige beregninger av produksjonsgap for Norge. Senest publiserte mål på trend-BNP var i Nasjonalbudsjettet 2001. Selv om det ikke publiseres regelmessig, er det et begrep som benyttes ofte i Finansdepartementet ettersom trend-BNP inngår i beregninger av budsjettindikatoren.

OECD

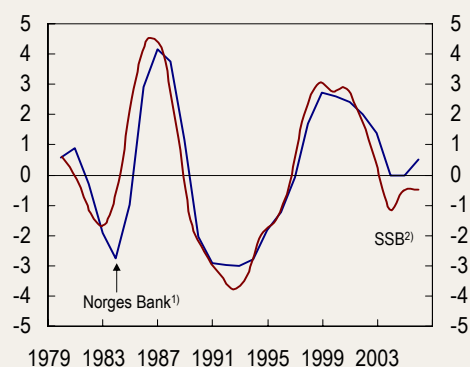
OECD beregner produksjonsgapet ved hjelp av *produktfunksjonsmetoden*. Ved denne metoden settes de trendmessige nivåene på arbeidskraft, kapital og tilgjengelig teknologi inn i en spesifisert produktfunksjon. Potensiell produksjon bestemmes da av den trendmessige veksten i innsatsfaktorene. Produktfunksjonsmetoden er en mindre mekanisk metode enn bruk av HP-filter og kan være mer relevant for makroøkonomiske vurderinger. Svakheter ved metoden er at den forutsetter at økonomien kan beskrives ved en enkel aggregert produktfunksjon (for eksempel en "Cobb-Douglas"-funksjon), samt at den er dataintensiv og krever anslag på normal total faktorproduktivitet og nivået på likevektsledighet.

I Economic Outlook No 73 anslår OECD at produksjonsgapet for Fastlands-Norge reduseres fra 0,9 prosent av trend-BNP i 2002 til -0,2 prosent av trend-BNP i 2003.

IMF

IMF bruker ikke én felles beregningsmetode for produksjonsgap for ulike land. De benytter både produktfunksjonsmetoden og HP-filtre. IMF har valgt å beregne produksjonsgapet for Fastlands-Norge med et HP-filter. Beregningene utføres på årstall med $\lambda=100$. I World Economic Outlook, April 2003 anslår IMF at produksjonsgapet for norsk økonomi reduseres fra 0,8 prosent av trend-BNP i 2002 til -0,7 prosent i 2003.

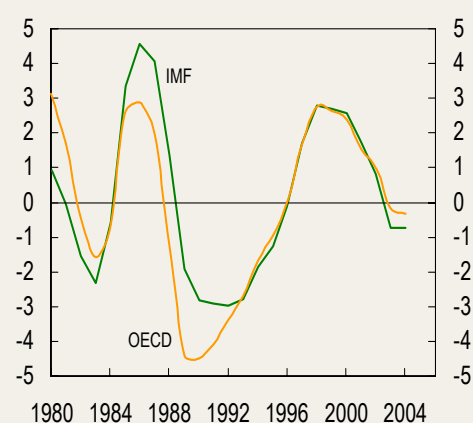
Figur 1 Produksjonsgap for Fastlands-Norge.
Prosent av trend-BNP



¹⁾ Anslag fra Inflasjonsrapport 2/03. Bane med terminrente og gradvis kurssvekkelse på 3 prosent.
²⁾ Økonomiske analyser 4/2003

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 Produksjonsgap for Fastlands-Norge.
Prosent av trend-BNP



Kilde: IMF WEO april 2003 og OECD EO No 73

Vedlegg 2

Brev fra Finansdepartementet til Norges Bank av 13. juni 2003

Norges Bank
Postboks 1179 Sentrum
0107 OSLO

Vår ref
03/323 FM ToM

Dato
13.06.2003

Kredittmeldinga 2002 – utvidet omtale av pengepolitikken

1.

Det vises til vårt brev 6. februar 2003, hvor Norges Bank i samsvar med tidligere år ble bedt om å utarbeide innspill til omtale i Kredittmeldinga 2002 om Norges Banks virksomhet. Norges Bank oversendte et slikt utkast ved brev 5. juni 2003.

I Kredittmeldinga 2002 tas det sikte på å videreutvikle og utvide omtalen av pengepolitikken i forhold til tidligere år. Det vises i den anledning til Ot.prp. nr. 81 (2002-2003) hvor det bl.a. uttales (s. 24):

”Mandatet for pengepolitikken gitt ved forskrift 29. mars 2001 gir etter departementets oppfatning et godt grunnlag for å vurdere Norges Banks virkemiddelbruk. Departementet gir i de årlige kredittmeldingene, som legges fram om høsten og hvor det redegjøres nærmere for bl.a. Norges Banks virksomhet året før, en omtale av pengepolitikken sett i forhold til bankens mandat. Retningslinjene av 29. mars 2001 innebærer at pengepolitikken har fått en klar rolle i å stabilisere den økonomiske utviklingen.

Forskriften av 29. mars 2001 gjør det naturlig at departementets vurdering av Norges Banks utøvelse av pengepolitikken i kredittmeldingene videreutvikles.”

I finansministerens brev 21. mai 2003 til finanskomitéen uttales i samsvar med dette at det legges opp til å videreutvikle og utvide omtalen av pengepolitikken i kredittmeldingene. I Innst. O. nr. 101 (2002-2003) uttales bl.a. (s. 13):

”Komitéen ser positivt på at det vil bli gitt en bredere pengepolitisk omtale i Kredittmeldingen og vil se det som naturlig at Stortinget ved behandlingen av denne avholder en åpen høring hvor sentralbanksjefen kan møte”.

2.

I St.meld. nr. 29 (2000-2001) uttales følgende om eventuelle redegjørelser fra Norges Bank om utøvelsen av pengepolitikken (punkt 3.2):

”I forskriftens § 2 heter det at «Norges Bank skal jevnlig offentliggjøre de vurderingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken.» Banken offentliggjør i dag tertialsvis rapporter, som departementet antar er tilstrekkelig. Departementet legger til grunn at Norges Bank også redegjør for hvorfor den eventuelt ikke har nådd det målet som er satt. I sitt brev av 27. mars skriver banken:

«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.»

Departementet merker seg dette, og legger samtidig til grunn at det etter omstendighetene kan være aktuelt med en slik redegjørelse også ved andre anledninger enn i årsberetningen.”

3.

I tilknytning til departementets videre arbeid med Kredittmeldinga 2002, bes Norges Bank på denne bakgrunn gjøre nærmere rede for utøvelsen av pengepolitikken for 2002 (i forhold til redegjørelsen i Norges Banks brev 5. juni 2003), og også for de første åtte månedene av 2003, herunder også forholdet mellom den faktiske prisutviklingen og målet for pengepolitikken, jf. forskrift 29. mars 2001 § 1 første og tredje ledd og nevnte omtale i St.meld. nr. 29 (2000-2001). Det fremgår av det ovenstående at redegjørelsen også skal gå nærmere inn på pengepolitikken i relasjon til prisutvikling og valutakursutvikling og hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Redegjørelsen vil også kunne inngå i arbeidet med Nasjonalbudsjettet 2004. Det bes om svar innen 12. september 2003.

Med hilsen

Jan Bjørland e.f.
ekspedisjonssjef

Tore Mydske
avdelingsdirektør

