

Vurdering av Norges Banks gjennomføring av pengepolitikken i 2003

Steinar Juel, Nordea

Pengepolitikk er å handle under usikkerhet. Det siktes på et prognostisert mål, og en vet det er store slark i sammenhengen mellom rente og inflasjon. Jeg har derfor en viss ærbødighet mht å gi en skråsikker vurdering av de pengepolitiske beslutningene i 2003. I og med renteendringer virker med etterslep på ett, to og tre år, vil en fortsatt ha mulighet til å korrigere inn eventuelle mindre gode beslutninger som ble gjort i fjor. Gjennomføringen av pengepolitikken i 2003 kan derfor egentlig ikke vurderes skikkelig før en har sett hvordan fortsettelsen av inneværende rentesyklus blir håndtert.

Det blir litt for kjedelig å stanse her. Noen vurderinger går det absolutt an å komme med. Jeg vil ikke si så mye om jeg tror Norges Bank tar feil eller har rett i sine inflasjonsvurderinger fremover. Prognosefeil gjør vi alle. Det er en del av det risikobildet banken alltid vil måtte leve med. Mine kommentarer vil mer dreie seg om strategivalget, om det fremstår som det mest hensiktsmessig ut fra målet og formålet med målet. Videre kommer jeg inn på hvordan strategien har vært kommunisert. Denne kunne ha vært bedre de siste 9 måneder.

Målet for pengepolitikken er som kjent en inflasjon på 2,5 % over tid. Formålet med målet er å bidra til stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Stabile valutakursforventninger er også en intensjon.

La meg først uttrykke respekt for Norges Banks demonstrerte evne til å snu seg fort rundt når forutsetningene endrer seg. Det siste 1 ½ året har definitivt bydd på overraskelser. Overskriftene til forordet i de fem siste inflasjonsrapportene gir et godt bilde av hvor omskiftende perioden har vært, og av hvordan banken raskt har tilpasset dette.

Plansje 1

La meg dele 2003 inn i to faser.

Fase 1 går fra begynnelsen av året og frem til omtrent juni. I denne perioden opplevde vi en kombinasjon av sviktende etterspørsel og fallende prisstigning. Omfattende rentekutt da fremstår som ganske uproblematisk. Fokuset var stabilt

på inflasjonen 2 år frem. Rentereduksjoner ville bidra både til å stabilisere etter-spørsel/produksjon og til å få opp inflasjonsraten. Banken så gjennom at inflasjonen i en mellomliggende periode ble antatt å ville ligge klart lavere enn inflasjonsmålet. I strateginotatet for våren 2003 kommer det også frem at risikoen for økt gjeldsvekst og ny sterk økning i boligprisene var et sentralt risikoelement en tok med i rentesettingen. I ett av premiss-punktene for strategien nedfelt i strateginotat 1/2003 heter det:

”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.”

Utviklingen i boligmarkedet og husholdningenes gjeldsvekst ga ingen faresignaler ut over våren. Så raskt reagerte ikke folk på rentekuttene. Det hadde ikke minst sammenheng med at opptrappingen til og gjennomføringen av krigen i Irak skapte stor usikkerhet og la en klam hånd over viljen til å satse. Dessuten trengte husholdningene våren til å gjenvinne pusten etter vinterens høye strømregninger.

Det var ikke så underlig at vi ikke så noen første virkninger på makro indikatorene av rentekuttene allerede i mai/juni. Det jeg derimot syntes var underlig var at Norges Bank brukte denne mangelen på første synelig virkninger som et av flere argument for å kutte renten med 1 prosentpoeng i juni. Det ble vist til at forbrukertillitsindikatoren til Økonomisk Rapport/Sparebankforeningen burde ha begynt å bevege seg oppover.

Men i sum fremstår strategien og gjennomføringen av pengepolitikken til omtrent juni som veltilpasset og veloverveid

Fase 2: Det skjedde imidlertid noe med Norges Bank fokus i juni. Det falt sammen med at underliggende inflasjon var i ferd med å falle under 1,5 prosent, eller utenfor intervallet på +/- 1. Verken Norges Bank eller vi som markedsaktører hadde noen erfaring med hvordan dette ville bli håndtert. Bortsett fra at det var saft at slike situasjoner skulle omtales i årsberetningen, er jeg heller ikke kjent med at det noen steder har vært skrevet noe om håndteringen av så store avvik. Det er da også her en kan stille noen spørsmålstegn med veivalget og kommunikasjonen knyttet til det.

Plansje 2

Det ble fortsatt sagt at tidshorizonten for å nå inflasjonsmålet var 2 år. Men i tillegg ble det viktig å få opp inflasjonen på kortere sikt. Når man begynte å bli opp-tatt av forløpet på inflasjonsbanen innenfor 2 års horisonten, måtte det nødvendigvis også legges opp til et vist forløp på renten innenfor denne horisonten. Fra å ha skissert baner der inflasjonsmålet nås om 2 år hvor renten holdes uendret i hele perioden, kom det fra og med inflasjonsrapport 2/2003 inn stigende rentebaner. Teknisk sett la en seg på den rentekurven som var i markedet. (Se plansje 2). Selv om dette var tekniske forutsetninger signaliserte det at hengekøyen i inflasjonen skulle dempes med en hengekøye i renteutviklingen.

Den kommunikasjon banken hadde om denne strategien var som sagt ikke veldig klar. På den ene siden fortsatte en med retorikken om 2 års horisont og *fleksibelt inflasjonsmål*. Man fortsatte å sette dette opp mot såkalt *streng inflasjonsstyring* hvor inflasjonsmålet skal nås på kort sikt. Som Norges Bank har beskrevet mange ganger, senest nå i årsberetningen for 2003, har streng inflasjonsstyring en del uheldige konsekvenser. Det vises til at dersom inflasjonsmålet skal nås innen en kortere horisont, må renten settes slik at valutakursen endres betydelig. Men, som det heter videre i årsberetningen: ”En slik strategi vil samtidig kunne gi kraftige utslag i etterspørsel og produksjon av varer og tjenester og i sysselsettingen”.

Det er vanskelig å se den helt store forskjellen mellom denne beskrivelsen av streng inflasjonsstyring og den strategi Norges Bank har fulgt de siste ca 9 måneder: Samtidig som banken med økt styrke har snakket om at de gjennomfører fleksibel inflasjonsstyring, ble det innført en sterkere og sterkere argumentasjon for at inflasjonen skulle opp også på kortere sikt. I økende grad ble dermed også en svekkelse av kronkursen en hovedintensjon for rentekuttene. Etter hvert som rentenivået kom ned på et nivå tilsvarende bankenes rentemarginer, ville låntagerne i mindre og mindre grad bli kanalisert for effekten av rentekuttene. Målet er som kjent en inflasjon på 2,5 % over tid. Formålet med målet er å bidra til stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Stabile valutakursforventninger er også en intensjon

Etter juni har en, etter min vurdering, de facto hatt en strategi med et sterkt innslag av streng inflasjonsstyring. Samtidig har en bibeholdt den etablerte fleksible inflasjonsstyringen om å nå inflasjonsmålet om 2 år. Blir ikke dette inkonsistent?

Nei, ikke nødvendigvis. Jeg vil anta at den strenge inflasjonsstyringen bare vil følges så lenge løpende inflasjonen ligger godt under 1,5 prosent. På sett og vis har en da en totrinns inflasjonsstyring, streng inflasjonsstyring inntil prisstigningen når ca 1,5 prosent og fleksibel inflasjonsstyring når inflasjonen er mellom 1,5 prosent og 2,5 prosent.

Samtidig med dette strategiskiftet, er det også verd å legge merke til at risikovurderingene av at lav rente kan gi for sterk vekst i husholdningenes gjeld og i boligprisene ble mer og mer tonet ned. Etter hvert som utlånsveksten til husholdningene igjen har begynt å øke, fra et allerede høyt nivå, vises det til at dette kan være en del av en strukturell tilpasning. Videre er oppmerksomheten flyttet over på samlet kreditttilførsel som ikke er spesielt høy fordi næringslivets låneetterspørsel er svært lav.

Jeg har all respekt for at det er en vanskelig avveining Norges Bank står overfor når inflasjonen blir så lav som det vi har sett de siste 9 måneder. Det kan likevel reises spørsmålsteget ved om bruken av streng inflasjonsstyring en periode for å rekke å nå inflasjonsmålet på 2 år er den mest hensiktsmessige reaksjon. Den synkende inflasjonen har jo hatt lite med for lav vekst i etterspørselen å gjøre.

For det første kan det være naturlig å se tidshorisonten på normalt 2 år i sammenheng med at inflasjonen normalt skal ligge innenfor intervallet på +/- 1 prosent rundt målet. De fleste av oss har erfaring fra bilkjøring om at jo større avvik det er mellom den farten vi faktisk holder og den vi skal ned eller opp til, jo lengre bremse- eller akselerasjonshorisont trenger vi. Setter en alt inn på å holde uendret nedbremsings- eller akselerasjonstid uansett avvik, blir resultatet stort ubehag.

Bank of England har også et +/- 1 prosent intervall rundt sitt inflasjonsmål på 2 prosent. Blir avviket større skal banken skrive brev til Finansdepartementet. I følge en tale Mervyn King, nåværende sentralbanksjef, holdt 19 november 2002, er dette et institutt som gir sentralbanken anledning til å skissere en strategi for å bruke lenger tid på å nå inflasjonsmålet enn 2 år. Det sier han kan være aktuelt etter både tilbuds- og etterspørselssjokk.

For det andre er valutakursen en svært upålitelig alliert med hensyn til å få opp inflasjonen. Renten er etter hvert blitt så lav at aktørene i valutamarkedet ikke venter at dette vil vare veldig lenge. Med sine stigende rentebaner er jo dette også

noe Norges Bank selv kommuniserer. Erfaringen det siste tre-kvart året eller så synes å ha vært at kronen svekker seg når Norges Bank er i kutt-modus, men styrker seg igjen når denne perioden går mot slutten eller er over. Da overtar de kommersielle strømmene som pga av overskudd på driftsbalansen og stor innenlandsk bruk av oljepenger synes å være positive.

Plansje 3

Jeg viste foran til de signaler Bank of England har gitt med hensyn til håndtering av avvik større enn +/- 1 prosentpoeng. De har lenger erfaring med inflasjonsstyring enn vi har i Norge, og tilliten til styringsmålet er nok derfor høyere. Nettopp oppbygging av tillit til inflasjonsmålet og den pengepolitiske styringen synes å ha vært et hovedmotiv for at Norges Bank de siste 9 måneder har svart på den lave inflasjonen med trinnvis streng inflasjonsstyring. Viser her bl.a til formuleringer på side 18 i beretningen hvor det heter:

”Kraftig vekst i formuespriser og gjeldsoppbygging kan være en risiko for den økonomiske stabiliteten. For å dempe denne risikoen vil det i enkelte situasjoner være riktig å bruke noe lenger tid enn den normale tidshorizonten på to år for å nå inflasjonsmålet. Dette forutsetter at det er tillit hos aktørene i finansmarkedene til at inflasjonen over tid vil være lav og stabil.”

Jeg tolker dette slik at Norges Bank er usikker på om tilliten er der i tilstrekkelig grad til å være mer fleksibel i dag. Jeg har stor forståelse for at det var viktig å markere at grensen var overskredet etter lønnsoppjøret i 2002. Da hadde man også veldig konkrete aktører som skulle ”læres opp”. Slik er det ikke nå. Nå er det bare snakk om alle mulige aktørers generelle tillit til inflasjonsmålet. Den er imidlertid ikke bare avhengig av hva inflasjonen faktisk er, men også av at pengepolitikken basert på inflasjonsmålet oppleves å realisere formålet med inflasjonsmålet, det vil si ”å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting” (fra Forskrift og pengepolitikken).

Jeg stiller meg tvilende til om tilliten til inflasjonsmålet blir høyere av å nå det om 2 år, dersom en samtidig opplever kraftig økning i boligpriser, gjeldsvekst og sterk svekkelse av kronen som så alt delvis blir reversert litt frem i tid, sml med at inflasjonsmålet nås først om 3 år, og boligpriser, gjeldsvekst og valutakurs utvikler seg mer stabilt.