

Kap 1. Pengepolitikken

Målet for pengepolitikken

Regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken i Norge. Det operative målet er en vekst i konsumprisene som over tid er 2½ prosent.

Norges Banks virksomhet er hjemlet i lov om Norges Bank og pengevesenet (sentralbankloven) av 24. mai 1985. Paragraf 2 omhandler forholdet til statsmyndighetene, mens paragraf 4 omhandler vedtak om endringer i kronens kursordning (se egen ramme). I henhold til paragrafene 19 og 20 fastsetter Norges Bank vilkårene for og rentesatsen på bankenes innskudd og lån i sentralbanken. Sentralbankloven ble sist endret 20. juni 2003 (endringene trådte i kraft 1. januar 2004). Se egen ramme for nærmere informasjon om endringene i sentralbankloven i kapittel 6. I § 3 heter det nå i nytt fjerde ledd at «Banken skal informere

offentligheten om de vurderinger som har vært grunnlaget for beslutninger som gjelder utøvelsen av pengepolitikken». Norges Bank har i 2003 offentliggjort redegjørelsen for hovedstyrets avveininger i forbindelse med rentebeslutningen.

Mandatet for gjennomføringen av pengepolitikken er gitt i forskrift av 29. mars 2001, med hjemmel i sentralbanklovens § 2 tredje ledd og § 4 annet ledd (se egen ramme med forskriften). Norges Bank uttalte seg om mandatet i brev til Finansdepartementet av 27. mars 2001. Her het det blant annet:

«Norges Bank legger til grunn at pengepolitikken virker med et betydelig tidsetterslep. Banken må derfor være fremoverskuende i sin rentesetting. Virkningene av renteendringer er usikre og vil variere over tid. Endringer i renten vil bli foretatt gradvis, slik at ban-

Sentralbankloven kapittel I. Alminnelige bestemmelser

§ 1 Norges Banks formål og virkeområde

Norges Bank er landets sentralbank. Banken skal være et utøvende og rådgivende organ for penge-, kreditt- og valutapolitikken. Den skal utstede pengesedler og mynter, fremme et effektivt betalings-system innenlands og overfor utlandet og overvåke penge-, kreditt- og valutamarkedene.

Banken kan sette i verk tiltak som er vanlige eller naturlige for en sentralbank. Til fremme av sine formål kan banken utføre alle former for bankforretninger og banktjenester

§ 2 Forholdet til statsmyndighetene

Banken skal utøve sin virksomhet i samsvar med de økonomisk-politiske retningslinjer som er fastlagt av statsmyndighetene, og med de internasjonale forpliktelser landet er bundet av.

Før banken treffer vedtak av særlig viktighet, skal saken være forelagt departementet.

Kongen i statsråd kan treffe vedtak om bankens virksomhet. Disse vedtak kan være generelle regler eller pålegg i enkeltsaker. Banken skal ha anledning til å uttale seg før det treffes slikt vedtak. Melding om vedtak skal sendes Stortinget snarest mulig.

Banken er et eget rettssubjekt, som eies av staten. Riksrevisjonen fører kontroll med statsrådets myndighetsutøvelse etter instruks fastsatt av Stortinget.

§ 3 Bankens uttalelser

Banken skal avgi uttalelse om spørsmål den blir forelagt av Kongen eller departementet.

Banken skal underrette departementet når det etter bankens oppfatning er behov for tiltak av penge-, kreditt- eller valutapolitisk karakter av andre enn banken.

Banken skal informere offentligheten om penge-, kreditt- og valutaforholdene.

Banken skal informere offentligheten om de vurderinger som har vært grunnlaget for beslutninger som gjelder utøvelsen av pengepolitikken.*

* Endret ved lov 20 juni 2003 nr. 44 (i kraft 1 jan 2004 iflg. vedtak 19 des 2003 nr. 1600)

§ 4 Pengeenheten og dens internasjonale verdi

Den norske pengeenhet er en krone. Kronen deles i hundre øre.

Kongen treffer vedtak om den kursordning som skal gjelde for kronen og om endringer i kronens kursleie.

Vedtaket om endringer i kursordningen for kronen og i dens kursleie skal meddeles Stortinget.

ken får anledning til å vurdere virkningene av rentendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen. Dersom prisstigningen i en periode avviker vesentlig fra målet, vil Norges Bank sette renten med sikte på at konsumprisveksten gradvis bringes tilbake til målet. Norges Bank vil søke å unngå unødige svingninger i produksjon og etterspørsel.»

Mandatet innebærer at pengepolitikken har fått en klar rolle i å stabilisere den økonomiske utviklingen. Det første avsnittet i forskriften sier at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i kronekursen, bidra til stabile valutakursforventninger, samt bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Det kan oppstå situasjoner der det blir vanskelig å stabilisere disse tre faktorene samtidig. Det operative målet for pengepolitikken gjenspeiler at lav og stabil inflasjon er det

beste bidraget pengepolitikken kan gi til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Lav og stabil inflasjon og stabile inflasjonsforventninger er også en nødvendig forutsetning for å oppnå stabile forventninger om valutakursutviklingen og er således også et ankerfeste for kronekursen.

Inflasjonsmålet er symmetrisk – det er like viktig å unngå for lav som for høy inflasjon. Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for forventningene om fremtidig inflasjon. Det gir et viktig holdpunkt for valg om sparing, investeringer, budsjetter og lønn.

Virkemidlene i pengepolitikken

Norges Bank påvirker det økonomiske utviklingen ved å sette renten på bankenes innskudd i Norges

Forskrift om pengepolitikken

Fastsatt ved Kronprinsregentens resolusjon 29. mars 2001 med hjemmel i sentralbankloven §2 tredje ledd og §4 annet ledd

I

§1

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

Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

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

Det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser.

§ 2

Norges Bank skal jevnlig offentliggjøre de vurderingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

§ 3

Den norske kronens internasjonale verdi fastsettes på grunnlag av kursene i valutamarkedet.

§ 4

Norges Bank gir på statens vegne de meddelelser om kursordningen som følger av deltakelse i Det internasjonale valutafond, jf. lov om Norges Bank og pengevesenet § 25 første ledd.

II

Denne forskrift trer i kraft straks. Samtidig oppheves forskrift av 6. mai 1994 nr. 0331 om den norske kronens kursordning.

Bank. I tillegg kan banken kjøpe eller selge kroner (intervenerer) i valutamarkedet.

Renten på bankenes innskudd over natten i Norges Bank – foliorenten – er det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken. Markedsrentene med lengre løpetider bestemmes ikke direkte av Norges Bank. Men disse markedsrentene blir påvirket av nivået på foliorenten, og av hvordan markedsaktørene venter at foliorenten vil utvikle seg i fremtiden. Markedsrentene har betydning for kronekursen, prisene på verdipapirer, boligprisene og etterspørselen etter lån og investeringer. Norges Banks styringsrente kan også påvirke forventningene om fremtidig inflasjon og den økonomiske utviklingen. Gjennom alle disse kanalene virker renten på de samlede etterspørsels- og produksjonsforholdene og på priser og lønninger (se egen ramme).

Foliorenten har erfaringsmessig nokså sterkt gjennomslag på de helt kortsiktige pengemarkedsrentene, det vil si dags- og ukesrentene (se figur 1). Rentene på plasseringer med lengre løpetider påvirkes ikke like direkte. Her spiller markedets forventninger til sentralbankens handlemønstre og den økonomiske utviklingen også inn.

Norges Bank har beredskap for å kunne intervensere i valutamarkedet på kort varsel, men vil normalt ikke bruke intervensjoner med sikte på å påvirke kronekursen. Valutaintervensjoner, enten det er kjøp eller salg av valuta, er ikke egnet som virkemiddel til å påvirke kronekursen over lengre tid. Intervensjoner kan imidlertid være aktuelt dersom kronekursen kommer vesentlig utenfor det banken vurderer som rimelig ut fra fundamentale forhold, og kursutviklingen samtidig svekker

utsiktene til å nå inflasjonsmålet. Det kan også være aktuelt med intervensjoner ved store kortsiktige svingninger i kronekursen når likviditeten i valutamarkedet er sterkt redusert. Norges Bank ønsker ikke å opptre på en måte som kan fremkalle spillsituasjoner der et kurspress forsterkes. Hvis det blir intervenert i stedet for å endre renten, får aktørene i valutamarkedet tvetydige signaler, og det kan oppstå en spillsituasjon. Banken vil gjøre rede for eventuelle intervensjoner og bakgrunnen for disse. Norges Bank intervenerte ikke i 2003 med sikte på å påvirke kronekursen.

Gjennomføringen av pengepolitikken

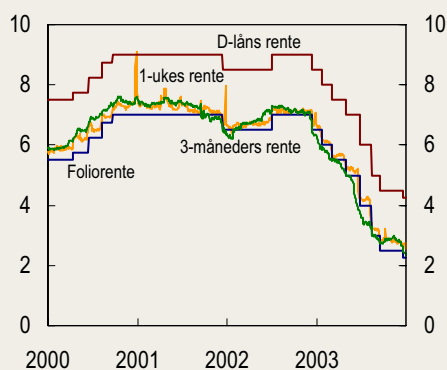
Utgangspunktet for pengepolitikken er at veksten i konsumprisene over tid skal være 2½ prosent. Norges Bank setter renten slik at fremtidig inflasjon skal være lik inflasjonsmålet. Konsumprisveksten blir påvirket fra måned til måned av tilfeldige og midlertidige forhold som ikke kan motvirkes av pengepolitikken. 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).

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 et forhandlingsdrevet kostnadsjokk 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 fordi den påvirker prisstigningen og aktivitetsutviklingen. Reaksjonen på en endring i valutakursen vil avhenge av hvordan endringen vurderes å påvirke inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen. Det krever en vurdering av årsaken til endringen og hvor varig den vil være. Helt kortsiktige svingninger i kronekursen vil trolig i liten grad påvirke den økonomiske utviklingen, mens mer 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.

Utviklingen i inflasjonen, justert for enkelte midler-

Figur 1 Norges Banks renter og korte markedsrenter. Nominelle markedsrenter. Dagstall. 2000–2003

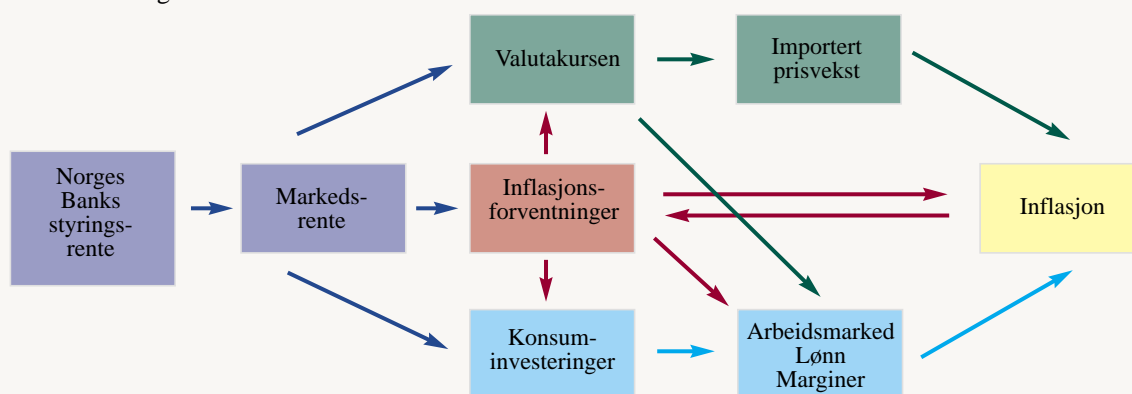


Kilde: Norges Bank

Hvordan virker renteendringer?

Norges Banks virkemiddel er renten. Norges Banks styringsrente påvirker de kortsiktige pengemarkedsrentene, og forventningene om den fremtidige utviklingen i styringsrenten er avgjørende for bankenes innskudds- og utlånsrenter og renten i obligasjonsmarkedet. Det kan være hensiktsmessig å skille mellom tre kanaler pengepolitikken virker gjennom:

- Etterspørselskanalen
- Valutakurskanalen
- Forventningskanalen



Virkingen av en renteendring på inflasjonen kommer med et tidsetterslep, og effekten kan variere i styrke. I løpet av den tiden det tar for en endring i renten å få virke, vil også andre forhold slå ut i endringer i inflasjon og produksjon. De ulike sammenhengene vil ikke være stabile over tid.

Når renten går ned, vil det være en tendens til at forbruket og investeringene i husholdninger og kommuner tar seg opp. Det skyldes at de får mer penger til overs når gjelden er betjent, og at det blir billigere å låne. Bedriftenes økonomi styrkes, og de kan bli mer interessert i å investere. Økt etterspørsel fører til større produksjon og sysselsetting. Lønnsveksten kan ta seg opp. Sammen med økte marginer i bedriftene vil det gi sterkere prisvekst.

Effekten av renteendringer kan forsterkes fordi renten også påvirker kronekursen. Med lavere renter vil flere låne og færre plassere i norske kroner. Normalt vil derfor en lavere rente føre til en svakere krone. Importerte varer blir da dyrere, og inflasjonen tiltar. I tillegg fører en svakere krone til økt eksport og bedre lønnsomhet i norsk næringsliv. Virkingen av renten på kronekursen vil variere med skiftende temaer og stemninger i valutamarkedet.

Norges Bank tror forventninger spiller en viktig rolle når priser og lønninger settes. I valutamarkedet har forventningene om fremtidig prisvekst og stabilitet i økonomien vesentlig betydning. Forventninger om prisveksten fremover påvirker også lønnskravene og virker inn når bedriftene justerer prisene. Det kan være vanskelig å danne seg en oppfatning av hvordan forventningene blir til. Tillit til inflasjonsmålet kan gi et ankerfeste. Også den inflasjonen vi har bak oss, kan prege hva vi tror om fremtidig inflasjon. Det gir en vekselvirkning mellom inflasjonsforventningene og inflasjonen.

Er det tillit til pengepolitikken, vil forventet prisvekst være lik eller nær inflasjonsmålet. Dette bidrar til å stabilisere inflasjonen rundt målet. Forventningskanalen bidrar således til å forsterke virkningene av pengepolitikken. Derfor legger Norges Bank stor vekt på at husholdninger, bedrifter, partene i arbeidslivet og de som handler i finansielle markeder, skal ha tillit til at inflasjonen blir lav og stabil.

Det operative målet for pengepolitikken i Norge er en inflasjon på 2½ prosent over tid. Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt, se ramme om fleksibel inflasjonsstyring s. 40.

tidige forhold, gir et utgangspunkt for å vurdere rentesettingen. 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 fire av fem år holde seg innenfor et intervall på +/- 1 prosentpoeng rundt målet. Det 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.

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 et forhandlingsdrevet kostnadssjokk 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 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 generelt vært mulig å nå inflasjonsmålet på kortere sikt ved å endre renten raskere og sterkere. Det ville imidlertid kunne gi kraftigere utslag i produksjon og sysselsetting. Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i produksjon og sysselsetting og inflasjon tillegges vekt.

Pengepolitikken virker dessuten med et tidsetterslep. Våre analyser tyder på at en vesentlig del av virkningene av en renteendring kommer innen to år. Bak valget av horisonten på to år ligger således sentralbankens avveining mellom variasjonen i inflasjon og variasjonen i produksjon og sysselsetting, samt en oppfatning av hvordan renten påvirker forløpet for disse størrelsene.³

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.

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

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.

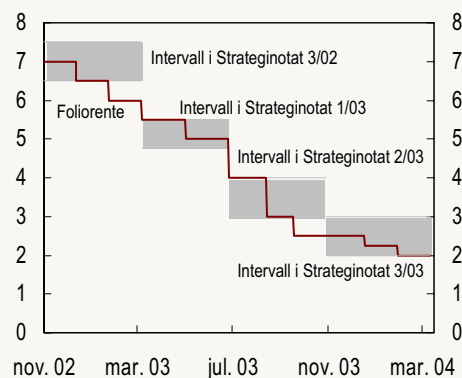
³ Hvordan renten påvirker forløpet for inflasjon og produksjon er nærmere omtalt i en ramme i Inflasjonsrapport 4/2000: «Virkinger av en renteendring».

Norges Banks inflasjonsrapport og strateginotat

Norges Bank legger fram tre inflasjonsrapporter i året (mars, juni og oktober). I disse rapportene analyserer banken utsiktene for pris- og kostnadsveksten på to til tre års sikt. Bak anslagene ligger det en detaljert analyse av den realøkonomiske utviklingen med anslag på veksten i privat og offentlig forbruk, produksjonsveksten, sysselsettingsveksten og ledigheten, samt anslag for den internasjonale utviklingen. Sentralbank-sjefen er redaktør for inflasjonsrapporten. Rapportene legges ut på både norsk og engelsk på Norges Banks nettsider.

Basert på analysene i inflasjonsrapporten drøfter hovedstyret de økonomiske utsiktene og konsekvensene for utformingen av pengepolitikken de neste fire månedene (se figur). Denne drøftingen skjer i et eget møte tre uker før inflasjonsrapporten publiseres. Dokumentet som ligger til grunn for denne drøftingen, kalles strateginotatet. Notatet omfatter en analyse av utsiktene for norsk økonomi med ulike scenarier basert på alternative forutsetninger om utviklingen i renten og valutakursen. I tillegg drøftes ulike risikofaktorer i den økonomiske utviklingen. Strateginotatet behandles og vedtas i hovedstyret og gjelder fram til neste inflasjonsrapport legges fram. Den vedtatte strategien inneholder blant annet en målkorridor for renten i strategiperioden (se figur). Notatet legges ut på Norges Banks nettsider på norsk og engelsk ved strategiperiodens utløp. Strateginotatet ble første gang offentliggjort 5. mars 2003.

Figur Strategiintervall for foliorenten og faktisk utvikling. November 02–mars 04.



Kilde: Norges Bank

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.

Med tillit til inflasjonsmålet i finans- og valutamarkedene har Norges Bank større mulighet enn ellers til også å ivareta hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting. 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.

Beslutningsgrunnlaget og arbeidet med rentesettingen

Etter sentralbanklovens § 3 skal Norges Bank informere offentligheten om penge-, kreditt- og valutaforholdene og de vurderinger som har vært grunnlaget for beslutninger som gjelder utøvelsen av pengepolitikken.⁴ Ifølge forskriften om pengepolitikken § 2 skal Norges

Bank jevnlig offentliggjøre de vurderingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken. Dette omtales fylldig i årsberetningen. Banken legger dessuten fram tre inflasjonsrapporter og tre strateginotater i året (se ramme).

Vedtakene i strategimøtene 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 ramme s. 44). Tabeller og oversikter over utviklingen i en rekke økonomiske størrelser blir lagt fram for hovedstyret i rentemøtene. Den vesentligste delen av denne informasjonen legges ut på Norges Banks nettsider.⁵

Hovedstyret har en særlig grundig drøfting av pengepolitikken hver sjette uke. Eventuelle vedtak om rentendringer eller andre viktige omlegginger i virke-

⁴ Siste leddet er nytt etter endringene til sentralbankloven som trådte i kraft 1. januar 2004, se ramme, s. 75

⁵ Figurer som inneholder data eller vurderinger som ikke er offentliggjort, legges ikke ut. Det gjelder prognoser fra OECD og IMF for de er publisert, anslag på lønnsutviklingen for enkeltgrupper som bygger på fortrolig informasjon fra arbeidsgivere eller arbeidstakerorganisasjoner, oppgaver fra særskilte virksomheter eller nye og foreløpige egne analyser. Denne type figurer utelates fra figursettet som publiseres.

Ekstern evaluering av inflasjonsrapport og strateginotat

På oppdrag av Norges Bank har inflasjonsrapporten og strateginotatet vært evaluert eksternt i 2003.

Inflasjonsrapporten

På oppdrag av Norges Bank har Andrea Fracasso, Hans Genberg og Charles Wyplosz fra Graduate Institute of International Studies i Geneve sammenliknet inflasjonsrapportene fra 20 land.¹ I sammenlikningen kom Norges Banks rapport ut som nr. 8.²

Norges Banks inflasjonsrapport ble vurdert som kortfattet, strukturert, lettlest, men med mye informasjon. Det ble også vurdert som positivt at rapporten hadde eksplisitte forutsetninger og en god beskrivelse av målene for pengepolitikken.

En god inflasjonsrapport bør ifølge Fracasso, Genberg og Wyplosz ha et sammendrag, en gjennomgang av de siste pengepolitiske beslutningene og begrunnelsene for disse. Videre bør det være en oversikt over beslutningssystemet for pengepolitikken. Norges Banks inflasjonsrapport manglet dette.

Norges Bank fikk tilgang til en foreløpig versjon av rapporten i januar 2003, og gjorde flere endringer. Fra og med Inflasjonsrapport 1/2003 fikk rapporten et sammendrag og et underkapittel om gjennomføringen av pengepolitikken siden forrige rapport. Videre ble det innledningsvis tatt med en beskrivelse av målet og beslutningssystemet for pengepolitikken. Vedleggene ble utvidet for å bedre innsikten i valg av forutsetninger. Det ble også inkludert en oversikt over tidligere utdypinger med markering av utdypinger som særlig behandler bankens vurderinger av pengepolitikken virkemåte.

Strateginotatet

Visesentralbanksjef i Bank of Canada David Longworth og professor Asbjørn Rødseth ved Universitetet i Oslo har evaluert strateginotatet på oppdrag av Norges Bank. Evalueringsrapporten ble presentert for hovedstyret i juni 2003.

Strateginotatet som helhet imøtekommer i følge Longworth og Rødseth internasjonale standarder og kommer godt ut sammenliknet med andre sentralbanker med inflasjonsstyring.

Det var imidlertid rom for forbedringer:

- Bredere omtale av transmisjonsmekanismen
- Diskusjon av indikatorer som illustrerer presset i arbeidsmarkedet, lønnskostnader per produserte enhet, tradisjonell eksport, BNP-vekst og produksjonsgap
- Diskusjon av indikatorer for inflasjonsforventningene
- Anslag for den økonomiske utviklingen lenger fram enn to år, for eksempel tre år
- Et mål på likevektsvalutakursen ville vært nyttig for å identifisere press på valutakursen.

De anbefaler Norges Bank å vurdere å publisere deler av strateginotatet i inflasjonsrapporten nær begynnelsen av perioden som det gjelder for. De anbefaler ikke å publisere den delen av strateginotatet som angir intervallet for renten.

Det er gjort flere endringer i de senere strateginotatene. Blant annet er de fleste av indikatorene som Longworth og Rødseth savnet, omtalt. For eksempel brukes nå Taylor-renten som en enkel referanse i sammenlikninger av alternative renteforløp fremover.

Et bredt forskningsarbeid om valutakurser ble gjennomført i 2003. Arbeidet er dokumentert i Norges Banks skriftserie nr 31: «Hvilke faktorer kan forklare utviklingen i valutakursen.» Et av kapitlene her drøfter ulike mål for og nivåer på reelle likevektskurser for Norge.

¹ Hans Genberg og Charles Wyplosz er professorer i samfunnsøkonomi ved Graduate Institute of International Studies i Geneve. Fracasso er forskningsassistent ved samme institutt. Genberg og Wyplosz har en rekke internasjonale publikasjoner.

² Fracasso, Andrea, Hans Genberg og Charles Wyplosz (2003) «How do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Reports by Inflation Targeting Central Banks.» Geneva Reports on the World Economy Special Report no.2. <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/konferanser/2003/fracasso.pdf>

Åpenhet om de pengepolitiske beslutningene

Grunnlaget for de pengepolitiske beslutningene er tolkningen av mandatet for pengepolitikken og analyser av utsiktene for inflasjon og realøkonomi. Norges Bank har de senere år lagt opp til større åpenhet om grunnlaget for de pengepolitiske beslutningene.

Forståelsen av forskriften (tolkning) og konsekvensene for gjennomføringen av pengepolitikken er beskrevet i brev til Finansdepartementet av 27. mars 2001, og presisert i senere årsberetninger og i brev til Finansdepartementet av 17. september 2003.

Tabellen gir en oversikt over underlagsmaterialet til hovedstyrets rentemøter. Som det fremgår av tabellen ble det i 2003 truffet tiltak for bedre innsyn i dette.

Rentebeslutninger offentliggjøres med en pressemelding umiddelbart etter rentemøtene (kl.14.00). Fra 29. oktober 2003 blir det i pressemeldingen gitt en fylldig redegjørelse for bakgrunnen for rentebeslutningen. Redegjørelsen erstatter den tidligere «Innledning til pressekonferanse». Tidspunktet for rentebeslutningen og offentliggjøringen av denne er gjort kjent på forhånd. 45 minutter etter offentliggjøringen av rentebeslutningen holdes en pressekonferanse der sentralbanksjefen eller visesentralbanksjefen gjør nærmere rede for hovedstyrets rentebeslutning. Lyd og bilde fra pressekonferansen overføres på internett.

Tabell. Materiale til rentemøtene og offentliggjøring

| Materiale | Offentliggjort første gang | Unntak | Tidspunkt for offentliggjøringen |
|--|--|--|---|
| Inflasjonsrapport | Desember 1994 (Inflasjonsrapport 4/94) | | Kl. 14.00 samme dag som rentemøtet |
| Strateginotat | 5. mars 2003 (Strateginotat 3/02) | | Strategiperiodens utløp, dvs. ca. 4 mnd etter strategivedtak. |
| Bakgrunnsmateriale om norsk og internasjonal økonomi (figurer) | 11. desember 2002 | Fortrolig informasjon som prognoser fra OECD og IMF som ikke er publisert, anslag på lønnsutviklingen for enkeltgrupper som bygger på fortrolig informasjon fra arbeidsgivere eller arbeidstakerorganisasjoner, oppgaver fra særskilte virksomheter eller nye og foreløpige egne analyser. | Kl. 14.00 dagen etter rentemøtet |
| Rapport fra regionalt nettverk | Oppsummeringen av rapportene fra regionalt nettverk offentlige fra 1. kvartal 2003 | Hele rapporten offentliggjøres ikke, da den inneholder fortrolig informasjon om enkeltforetak. | Kl. 14.00 dagen etter rentemøtet |
| Sentralbanksjefens/visesentralbanksjefens figurpresentasjon i rentemøtet | 29. oktober 2003 | Fortrolig informasjon | Kl. 14.00 samme dag som rentemøtet |
| Pressemelding med redegjørelse for avveininger i forbindelse med rentebeslutningen | 5. mars 2003 | | Kl. 14.00 samme dag som rentemøtet |

middelbruken i pengepolitikken vil normalt bli truffet i disse møtene. Når det i andre sammenhenger gis vurderinger av nye trekk ved konjunkturutviklingen som er av vesentlig betydning for inflasjonsutviklingen og rentesettingen konsulteres hovedstyrets medlemmer på forhånd.⁶

Rentebeslutninger offentliggjøres umiddelbart etter rentemøtene på et tidspunkt som er gjort kjent på forhånd. Det gjelder også om renten ikke blir endret. Samtidig offentliggjøres en grundig redegjørelse for hovedstyrets avveininger i forbindelse med rentebeslutningen. Noe senere holdes en pressekonferanse der sentralbanksjefen eller visesentralbanksjefen gjør nærmere rede for hovedstyrets rentebeslutning. Via internettssidene overføres bilder og lyd fra pressekonferansen direkte.

Norges Banks vurderinger av den økonomiske utviklingen og grunnlaget for beslutningene om renten legges fram for offentligheten (se ramme). Hovedstyrets samlede overveielser og vurderinger kommer til uttrykk i strateginotatet og i den redegjørelsen som offentliggjøres samtidig med rentebeslutningen. Sammen med inflasjonsrapportene utgjør dette det viktigste beslutningsgrunnlaget for pengepolitikken. I tillegg holder ledelsen i Norges Bank hvert år en rekke foredrag for ulike grupper i Norge og i utlandet. Siktemålet med foredragene er å redegjøre for Norges Banks syn på den økonomiske utviklingen og å bidra til økt forståelse av de økonomiske sammenhengene som er viktige for gjennomføringen av pengepolitikken. For å sikre lik informasjon til alle legges de fleste foredragene ut på Norges Banks internettssider sam-

tidig som de blir holdt. Foredrag med nye vurderinger blir alltid publisert på internett. I 2003 holdt sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen til sammen 35 foredrag, hvorav 21 ble publisert på internett.

Pengepolitikken i 2003

Inflasjonsrapportene i 2003 gir en bred og løpende omtale av pengepolitikken som har vært ført. «Beretning om pengepolitikken 2003 – de første åtte månedene» gir en samlet vurdering av pengepolitikken de første åtte månedene av 2003. Fremstillingen nedenfor bygger i stor grad på denne omtalen. Omtalen av de fem første rentemøtene i 2003 er hentet direkte derfra.

Mens rentene i USA og Europa var lave i 2002, holdt den særnorske høykonjunkturen seg. Forskjellen i konjunkturene slo ut i kronkursen (se figur 2). Det trakk isolert sett i retning av lavere inflasjon. Men bakgrunnen for styrkingen av kronen var den særnorske høykonjunkturen med høy lønnsvekst.

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.

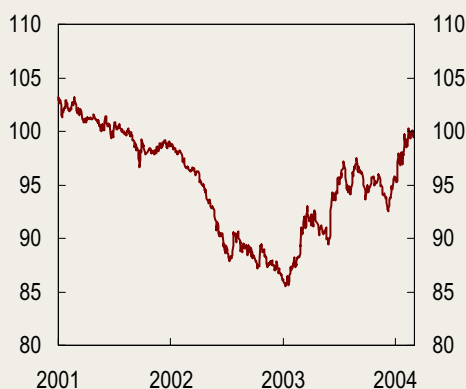
Norges Bank reduserte styringsrenten med 0,5 prosentpoeng til 6 prosent den 22. januar 2003 (se figur 3). Den 5. mars og 30. april ble styringsrenten også satt ned med 0,5 prosentpoeng ved hvert møte. Både 25. juni og 13. august ble styringsrenten satt ned med 1 prosentpoeng. Styringsrenten ble videre redusert med 0,5 prosentpoeng den 17. september og med 0,25 prosentpoeng 17. desember. Ved utgangen av 2003 var styringsrenten 2,25 prosent.

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)

Figur 2 Utviklingen i kronkursen (I-44)¹. Indeks². Dagstall. Januar 2001–februar 2004



¹ Beregningsmetoden for I-44 ble endret våren 2002

² Stigende kurve betyr svakere kurs

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁶ Dette gjelder for eksempel årstalen 2003 og sentralbanksjefens tale i Centre for Monetary Economics (CME) i juni i år.

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.

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

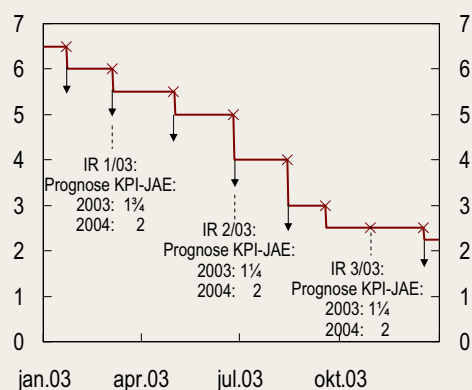
hjemme. Samtidig økte strømprisene kraftig i desember og januar. Virkningen av disse forholdene på husholdningenes etterspørsel i 2003 ble anslått å være større enn virkningene av rentenedsettelsene i desember og januar. Kredittveksten blant husholdningene hadde avtatt noe, men var fortsatt over 10 prosent 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 (se figur 4). 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 4).

På bakgrunn av disse utsiktene la hovedstyret opp til en foliorente i intervallet 4¾–5½ prosent ved utgangen av juni (Strateginotat 1/03).⁷

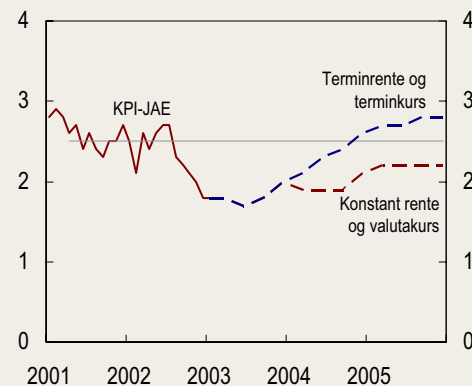
Figur 3 Pengepolitikken i 2003 – foliorenten¹



¹ Tidspunktet for rentemøter er markert med kryss. Norges Banks syn på inflasjonen to år fram etter rentebeslutningen er indikert med pil fra kryssset. 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

Figur 4 Anslag på KPI-JAE i IR 1/03 ved ulike forutsetninger om rente og valutakurs. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁷ Strateginotat 1/03 ble publisert i Vedlegg II i Inflasjonsrapport 2/2003 og er også tilgjengelig på Norges Banks nettsider, www.norges-bank.no

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 2½ prosent enn at den ville bli høyere. Det ble understreket at det var stor usikkerhet, blant annet om kronekursen. Usikkerheten tilsa at en gikk gradvis fram med renteendringer.

Rentemøtet 30. april

Informasjonen som kom i løpet av mars og april bekræftet 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 2½ prosent enn at den ville bli høyere.

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 kronekurs om lag på daværende nivå, ville den underliggende prisveksten etter

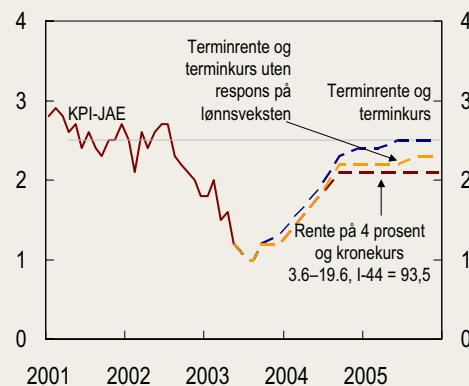
anslagene holde seg lavere enn inflasjonsmålet de neste to årene. En rentereduksjon på til sammen 3 prosentpoeng siden desember i fjor ville gi en forholdsvis høy vekst i det private forbruket. Investeringene i næringslivet ville etter hvert begynne å vokse igjen. Med en rente på 4 prosent ville den 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 5).

Produksjonsgapet ble anslått å holde seg rundt null i 2003 og 2004, og bli svakt positivt i 2005, avhengig av forløpet for lønnsveksten. På bakgrunn av disse utviklingsbanene ble det trukket opp et opplegg for rentesettingen i perioden fra juni til oktober. Hovedstyret tok da sikte på at foliorenten skulle ligge i intervallet 3–4 prosent ved utgangen av oktober. Intervallet var imidlertid betinget av utviklingen i kronekursen og anslagene for den økonomiske utviklingen. Utviklingen med reduksjon i renten i andre land og lav vekst i konsumprisene kunne åpne for en enda lavere rente. Se Strateginotat 2/03 for en nærmere redegjørelse.⁸

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.

Figur 5 Anslag på KPI-JAE i IR 2/03 ved ulike forutsetninger om rente og valutakurs. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

⁸ Denne teksten er ny i forhold til «Beretning om pengepolitikken 2003 – de første åtte månedene». Strateginotat 2/03 ble først offentliggjort i Inflasjonsrapport 3/2003.

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 fremover 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.

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 lønnsoppgjøret i 2003 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.

Rentemøtet 17. september

Hovedstyret i Norges Bank besluttet på møtet den 17. september å redusere foliorenten med 0,5 prosentpoeng, til 2,5 prosent. Med en rente på 2,5 prosent så Norges Bank det som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt ville bli høyere enn 2½ prosent som at den ville bli lavere. I tråd med vurderingen i Strateginotat 2/03 kunne utviklingen gjennom sommeren, med reduksjon i renten i andre land og lav vekst i konsumprisen, gi grunnlag for en noe lavere rente enn 3 prosent.

Hovedstyret pekte på at den underliggende prisveksten hadde i tiden før rentenedsettelsen vært betydelig lavere enn inflasjonsmålet. Uten nye lettelser i pengepolitikken ville inflasjonen kunne bli for lav for lenge. Det kunne i sin tur lede til forventninger om fortsatt svært lav inflasjon. Rentereduksjonene var viktige for å hindre at inflasjonsforventningene festet seg på et for lavt nivå.

Samtidig gikk rentene internasjonalt fortsatt ned i løpet av sommermånedene. Dette dempet virkningene på kronekursen og dermed på inflasjonen av rentenedsettelsene. Utviklingen internasjonalt tilsa at prisveksten ute ville holde seg lav. Det var ikke utsikter til snarlig renteoppgang i andre land.

Hovedstyret la vekt på at utfallet av årets lønnsoppgjør ga holdepunkter for å vente mer moderate lønnsoppgjør fremover enn i årene fra 1998 til 2002, og mer i samsvar med målet som er satt for utviklingen i inflasjonen over tid. Anslagene i Inflasjonsrapport 2/03 viste at en foliorente ned mot 3 prosent sammen med en viss kurssvekkelse kunne bringe inflasjonen opp mot inflasjonsmålet på to års sikt. Utsikter til mer moderat lønnsutvikling fremover enn det som lå til grunn for disse anslagene, kunne gi grunnlag for enda lavere rente uten at anslagene for inflasjonen ville komme over 2,5 prosent i perioden.

Det kom etter hvert tegn til at lettelsene i pengepolitikken begynte å virke. Kvartalsvis nasjonalregnskap for andre kvartal viste en liten oppgang i fastlandsøkonomien. Forventningsindikatoren for tredje kvartal viste at husholdningene var mer optimistiske. Boligprisene økte litt. Ifølge Norges Banks regionale nettverk var det i august-september også tegn til bedring i bedriftene. Flere bedrifter rapporterte imidlertid om planlagte investeringer som ville bidra til rasjonaliseringer. Utviklingen for arbeidsmarkedet ga støtte til at lønnsveksten ville bli moderat.

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:

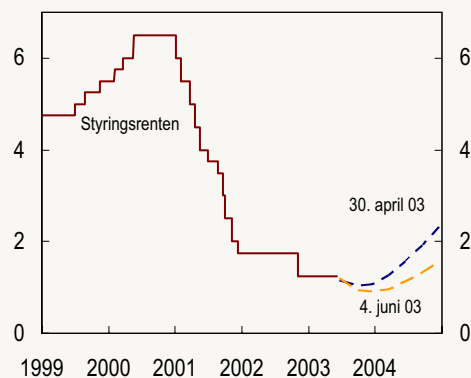
- Utsiktene internasjonalt ble ytterligere svekket. I USA viste industrien en svak utvikling og ledigheten økte ytterligere. Håpet om en rask oppgang etter Irak-krigen ble svekket. Utsiktene for euro-landene, og spesielt Tyskland, ble negativt påvirket av styrkingen av euroen.
- Forventningene om ytterligere rentenedsettelse blant annet i USA, euroområdet og i Sverige ble forsterket (se figur 1 og 2). 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 kronekursen svekket seg siden rentemøtet 30. april, men heller vist en sterkere tendens.
- 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 tilsa 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 mars.¹ 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 Inflasjonsrapport 1/03, men avviket var innenfor de tilfeldige variasjonene i tidsserien. Detaljhandelen økte med 4,0 prosent i samme periode (ujusterte tall).
- Investeringsstillingen 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.

¹ Tallene er siden noe revidert. Her brukes tallene som var tilgjengelig da beslutningene ble truffet.

- 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.

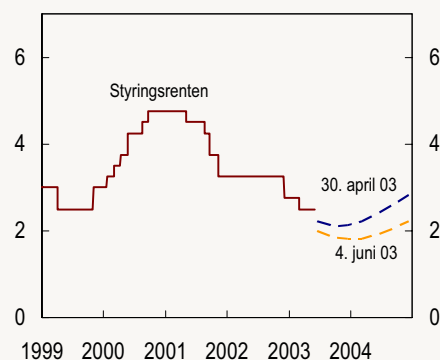
Figur 1 Renteforventninger i USA. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹



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

Kilde: Bloomberg og Norges Bank

Figur 2 Renteforventninger i euroområdet. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹



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

Kilde: Bloomberg og Norges Bank

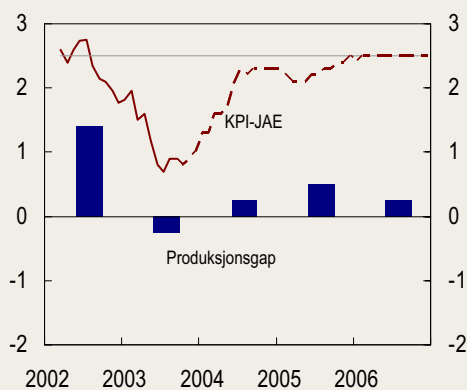
Rentemøtet 29. oktober

Det ble ikke fattet vedtak om å endre renten på Norges Banks hovedstyremøte 29. oktober. Samtidig ble det uttrykt at «med en foliorente nå på 2,5 prosent ser Norges Bank det som like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir høyere enn 2½ prosent som at den blir lavere.»

Rentebeslutningen var basert på at inflasjonen ville tilta og stabilisere seg rundt målet i løpet av 2005 i tråd med analysene i Inflasjonsrapport 3/03. Disse anslagene var betinget av en ytterligere svekkelse i kronekursen.

Tolv månedersveksten i KPI-JAE, gikk opp fra 0,7 prosent i juli til 0,9 prosent i august og september. Det var fortsatt utsikter til at inflasjonen ville være lav en tid fremover. I Inflasjonsrapport 3/03, som ble lagt fram 29. oktober, ble anslagene for lønnsveksten og prisveksten noe nedjustert i forhold til anslagene fra juni. Anslagene for samlet etterspørsel og produksjon ble noe oppjustert for 2004. Veksten i BNP-Fastlands-Norge ble anslått til mellom 2½ og 3 prosent de neste tre årene. Det innebar at produksjonsgapet, slik Norges Bank beregner det, ville være nær null eller litt høyere i disse årene (se figur 6). Analysene i inflasjonsrapporten ble basert på en teknisk forutsetning om at renten utvikler seg i tråd med terminrentene i pengemarkedet, og at valutakursen svekker seg. Det innebar at den kortsiktige pengemarkedsrenten ville holde seg rundt 3 prosent i første halvår av 2004 og øke gradvis til 4½ prosent mot slutten av 2005. Terminkursen indikerte en svekkelse av kronen på nær to prosent gjennom prognoseperioden.

Figur 6 Anslag på KPI-JAE og produksjonsgapet¹. Inflasjonsrapport 3/03. Prosent



¹ Produksjonsgapet måler forskjellen mellom faktisk og trendmessig produksjon. Se utdyping i IR 1/03

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I følge analysene i inflasjonsrapporten ville høyere aktivitetsvekst i norsk økonomi sammen med et ytterligere fall i kronekursen bidra til at inflasjonen ville tilta utover våren og sommeren 2004 og stabilisere seg rundt inflasjonsmålet fra høsten 2005.

Basert på analysene i Inflasjonsrapport 3/03 ble det trukket opp et opplegg for rentesettingen i perioden fra november til mars. Hovedstyret tok sikte på at foliorenten skulle ligge i intervallet 2–3 prosent ved utgangen av mars 2004. Hovedstyret uttrykte imidlertid at det etter en periode med svært lav inflasjon ville være riktig å være særlig aktpågivende i pengepolitikken dersom inflasjonen ikke tiltar som ventet. Se Strateginotat 3/03 for nærmere redegjørelse.⁹

Hovedstyret pekte på at det nå var tegn til at stimulansene fra pengepolitikken hadde begynt å virke, både gjennom reduksjonene i renten og via svakere valutakurs. Det var visse tegn til at aktiviteten i norsk økonomi tok seg opp. Internasjonalt hadde aktiviteten tatt seg opp fra et svært lavt nivå vinteren 2003, anført av høy vekst i USA og deler av Asia, inklusive Japan. Det var imidlertid usikkerhet knyttet til hvor robust oppgangen i internasjonal økonomi var. Hovedstyret trakk også fram usikkerheten knyttet til lønnsdannelsen her hjemme. En kunne ikke utelukke at hensynet til lønnsomheten i konkurranseutsatte næringer igjen ville få en mer fremtredende rolle i lønnsfastsettelsen fremover enn den har hatt de siste årene. I så fall kunne den samlede lønnsveksten bli lavere enn anslått og legge grunnlag for en lettere pengepolitikk. På den annen side var det risiko for at det lave rentenivået ville gi ny vekst i boligprisene og i gjeldsbelastningen som kunne legge grunnlag for nye ubalanser i økonomien.

I vurderingene knyttet til rentebeslutningen la hovedstyret særlig vekt på at siktemålet i pengepolitikken var å få prisstigningen opp mot inflasjonsmålet. Hovedstyret viste til at anslagene i inflasjonsrapporten kunne være forenlig med målet for pengepolitikken, og trolig også bidra til å holde inflasjonsforventningene rundt 2½ prosent. Det ble understreket at pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Det ville ta tid før alle effektene av pengepolitikken siden desember 2002 ville komme til syne. Hovedstyret pekte på at vi har liten erfaring med virkningene av såpass store renteendringer. Det var dermed ikke grunn til ytterligere endringer i renten på det tidspunktet.

Rentemøtet 17. desember

Fram til rentemøtet 17. desember hadde kronen vært sterkere og inflasjonen vesentlig lavere enn lagt til grunn på rentemøtet i oktober. Veksten siste tolv måneder i KPI-JAE falt til 0,5 prosent i november. Prisveksten på norske importvarer målt i utenlandsk valuta

⁹ Strateginotat 3/03 ble publisert i Vedlegg II i Inflasjonsrapport 1/2004 og er også tilgjengelig på Norges Banks nettsider, www.norges-bank.no

var fortsatt lav. Den importveide kronekursen (I-44) hadde styrket seg med om lag 1½ prosent siden forrige rentemøte.

Norges Banks hovedstyre besluttet å sette ned foliorenten med 0,25 prosentenheter til 2,25 prosent. Samtidig ble det uttrykt at «med en foliorente nå på 2,25 prosent er det mer sannsynlig at inflasjonen på to år sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere.»

Hovedstyret viste til den amerikanske sentralbanken, som holdt styringsrenten uendret på 1 prosent på møtet 9. desember, og så for seg at de kortsiktige rentene i USA ville være lave en god tid fremover som følge av lav inflasjon og ledig kapasitet i økonomien. Den amerikanske sentralbanken pekte likevel på at sannsynligheten for et uønsket fall i inflasjonen var blitt mindre de siste månedene og nesten på linje med sannsynligheten for at inflasjonen stiger. Den europeiske sentralbanken hadde holdt renten uendret på 2 prosent, mens styringsrentene i Storbritannia og Australia var satt opp.

Hovedstyret hadde også merket seg at veksten i BNP for Fastlands-Norge var ganske høy i 3. kvartal i 2003 i følge foreløpige tall fra Statistisk sentralbyrå, og at tallene for første halvår var justert litt opp. Sysselsettingen hadde økt igjen i sommer- og høstmånedene. Arbeidsledigheten hadde vært om lag uendret de siste månedene, og noe lavere enn anslått i Inflasjonsrapport 3/03. Boligprisene hadde steget siden sommeren, og veksten i husholdningenes gjeld hadde tatt seg opp. På den annen side var det fortsatt overkapasitet av næringsseidommer, og bedriftenes kredittetterspørsel var fortsatt svært lav.

Hovedstyret pekte på flere forhold som gjorde inflasjonsutsiktene fremover usikre. Fallet i verdien av kronen i 2003 hadde ennå ikke kommet til syne i konsumprisene, men høyere prisvekst på importerte konsumvarer ville ventelig bidra til å trekke veksten i konsumprisindeksen opp det påfølgende halve året. I Inflasjonsrapporten fra oktober ble det lagt til grunn at det i hovedsak er utviklingen i arbeidsmarkedet samlet sett som er avgjørende for lønnsutviklingen. Det kunne likevel ikke utelukkes at hensynet til lønnsomheten i konkurranseutsatte næringer ville få en mer fremtredende rolle. I så fall kan den samlede lønnsveksten bli lavere enn det Norges Bank har lagt til grunn og legge grunnlag for en lettere pengepolitikk. Utviklingen utover høsten kunne imidlertid tyde på at arbeidsmarkedet ville stabiliseres raskere enn tidligere ventet.

Med en rentereduksjon på 0,25 prosentpoeng ga hovedstyret uttrykk for at en hadde avvendt på den ene siden hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og stabilisere inflasjonsforventningene og på den andre siden risikoen for at veksten i produksjonen etter hvert kunne bli for sterk.

Vurdering av pengepolitikken

Med utgangspunkt i Norges Banks system for gjennomføringen av pengepolitikken, kan pengepolitikken vurderes ved å besvare følgende spørsmål:

- Var inflasjonen i 2003 nær målet på 2½ prosent? Hva var bakgrunnen for eventuelle avvik fra målet?
- I hvilken grad har pengepolitikken i 2003 styrket utsiktene til at inflasjonen to år fram i tid kommer nær inflasjonsmålet?
- Har pengepolitikken 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?

Tregheter i økonomien gjør at pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Det er rimelig å vurdere pengepolitikken fra 2001 og fremover for å forklare den faktiske inflasjonen i 2003. Et slikt perspektiv er også rimelig i lys av at Norges Bank avveier prisstabilitet mot stabilitet i realøkonomien. Pengepolitikken er fremoverskuende og effekten av den er størst når banken kommuniserer godt med publikum og markedene. Vurderingen må derfor også evaluere bidraget fra pengepolitikken til inflasjonsutsiktene fremover, markedenes tillit til pengepolitikken og pengepolitikkenes forutsigbarhet.

Konsumprisveksten i 2003

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

«Veksten i konsumprisene justert for endringer i avgifter og uten energivarer, KPI-JAE, viste en svakt 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)

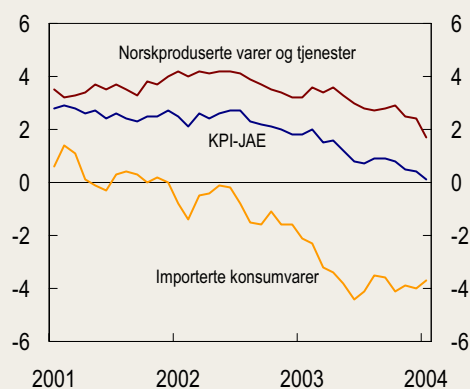
Konsumprisveksten målt ved KPI-JAE fortsatte å avta gjennom 2003 fra 1,8 prosent i januar til 0,4 prosent i desember (se figur 7). I gjennomsnitt steg KPI-JAE med 1,1 prosent fra 2002 til 2003. Tolv-månedersveksten i KPI-JAE falt ytterligere til 0,1 prosent i januar 2004, og til -0,1 prosent i februar.

Prisstigningen justert for avgifter og energivarer i 2003 er lavere enn anslagene i inflasjonsrapportene fra 2001 og 2002, og vesentlig lavere enn inflasjonsmålet.¹⁰ I perioden fra mai til desember har prisstigningen vært mer enn 1 prosentpoeng under målet.

Det var særlig prisfall på importerte konsumvarer som trakk den samlede prisveksten ned (se figur 7).

¹⁰ Se Høegh-Omdal, Kristine (2004): «Etterprøving av Norges Banks anslag for 2003», Penger og Kreditt 2004/1, for etterprøving av anslagene.

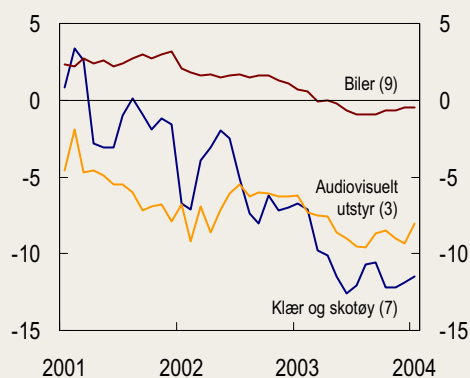
Figur 7 KPI-JAE totalt og fordelt etter importerte og innenlandsk produserte varer og tjenester.¹ Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 01 – januar 04



¹ Norges Banks beregninger

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 8 Priser på noen importerte konsumvarer¹ justert for avgiftsendringer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 01 – januar 04



¹ Prosentvis andel av KPI-JAE i parentes

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I gjennomsnitt var prisene på importerte konsumvarer 3,5 prosent lavere i 2003 enn året før. Prisfallet må ses i sammenheng med styrkingen av kronen gjennom 2002 og svake prisimpulser fra utlandet. Det er grunn til å tro at prisfallet på importerte konsumvarer ikke bare skyldes valutakursutviklingen, men også handelsliberaliseringer. For eksempel har klesprisene falt sammenhengende siden midten av 1990-tallet. I tillegg til at prisveksten på klær har vært lav internasjonalt, har reduserte tollsatser gitt lavere priser til forbrukerne. Samtidig har oppheving av kvotereguleringer ført til at en større andel av klesimporten flyttes fra høykostnadsland til land med vesentlig lavere produksjonskostnader. Virkningene av dette kan strekke seg ut i tid. Tilsvarende utvikling finner vi i lyd- og bildebransjen. I tillegg har teknologiforbedringer og intensivert internasjonal konkurranse bidratt til lavere priser. Prisene på klær og skotøy falt med 10,6 prosent fra 2002 til 2003, mens prisene på audiovisuelt utstyr falt med 8,4 prosent i den samme perioden (se figur 8). Også bilprisene har falt noe, men langt mindre enn det styrkingen i kronekursen skulle tilsi.

Også prisene på norskproduserte varer utenom energivarer bidro til å trekke veksten i KPI-JAE under 2,5 prosent i 2003. Tjenester med lønn som dominerende innsatsfaktor og husleie trakk prisveksten noe opp (se tabell 1).

Tolv månedersveksten i konsumprisindeksen inkludert avgifter og energivarer (KPI) var betydelig høyere enn tolv månedersveksten i KPI-JAE i 2003. Dette

skyldes en kraftig økning i strømprisene rundt årsskiftet 2002–2003. Tolv månedersveksten i elektrisitetsprisene slik de måles i KPI, steg til 82,5 prosent i januar 2003. Siden da falt prisene betydelig og bidro til å trekke tolv månedersveksten i konsumprisindeksen ned fra 5,0 prosent i januar til 0,6 prosent i desember. I gjennomsnitt var konsumprisene 2,5 prosent høyere i 2003 enn i 2002.

Bakgrunn for avvikene i 2003

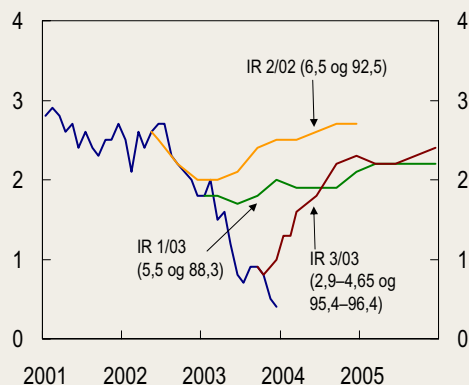
Inflasjonen og inflasjonsutsiktene er blitt lavere enn anslagene som ble lagt fram i 2001 og 2002. Dette er særlig knyttet til at utviklingen internasjonalt ble

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

| | Årsvekst | | Bidrag til endring i årsveksten 2002 - 2003 |
|---|----------|------|---|
| | 2002 | 2003 | |
| KPI-JAE | 2,3 | 1,1 | -1,2 |
| Importerte konsumvarer | -0,9 | -3,5 | -0,7 |
| Norskproduserte varer og tjenester | 3,9 | 3,0 | -0,5 |
| Herunder | | | |
| Jordbruksvarer | 3,9 | 3,7 | 0 |
| Skjermede norskproduserte varer | 3,7 | 3,5 | 0 |
| Norskproduserte varer påvirket av verdensmarkedet | 1,8 | 1,0 | -0,1 |
| Husleie | 4,8 | 4,0 | -0,1 |
| Tjenester med lønn som dominerende prisfaktor | 5,1 | 5,2 | 0 |
| Andre tjenester | 3,1 | 2,1 | -0,2 |

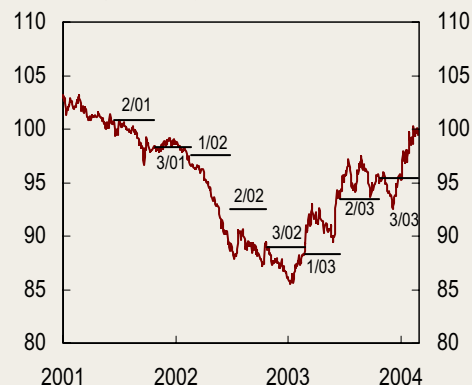
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 9 KPI-JAE og anslag på KPI-JAE gitt på ulike tidspunkt. Rente- og valutakursforutsetning (I-44) i parentes.¹ Tolv månedersvekst (KPI-JAE) og 4-kvartalersvekst (anslag). Prosent



¹ Konstante rente- og valutakursforutsetninger i IR 2/02 og 1/03. For IR 3/03 forutsettes rente og valutakurs å følge terminmarkedene.
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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



¹ Beregningsmetoden for I-44 ble endret våren 2002. Forutsetningene for IR 2/01, 3/01 og 1/02 i figuren er justert på grunnlag av ny I-44 og avviker derfor noe fra opplysningene i IR 2/01, 3/01 og 1/02. Stigende kurve betyr svakere kronkurs

Kilde: Norges Bank

vesentlig svakere enn det var grunn til å vente sommeren 2002. Samtidig fortsatte trenden med fallende priser på enkelte importerte konsumvarer (særlig klær, sko og audiovisuelt utstyr) i 2003. Vi undervurderte denne effekten på konsumprisene. I tillegg har lavere vekst i norsk økonomi og strukturelle forhold trolig bidratt til lavere marginer i varehandelen og andre tjenesteytende sektorer som flyreiser og teletjenester.

Våren 2001 tilsa inflasjonsanslagene at inflasjonen ville komme ned og være 2½ prosent i 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 i 2003 (se figur 9). Valutakursforutsetningene ble gradvis justert gjennom året i retning av sterkere kronkurs (se figur 10). I Inflasjonsrapport 2/02 (juli) kom dette til uttrykk i et forventet midlertidig fall i inflasjonen. KPI-JAE var forventet å ligge under inflasjonsmålet til sent i 2003. Uten tilstrømming 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 (oktober) appresierte kronkursen ytterligere. Med uendret rente og konstant kronkurs ble det anslått at prisveksten ville ligge under målet fram til høsten 2004, med et bunnpunkt på 1¼

prosent sommeren 2003. Kronkursen fortsatte å styrke seg fra oktober 2002. Selv om kronen svekket seg noe i begynnelsen av 2003 var kronkursen som ble lagt til grunn i Inflasjonsrapport 1/03 i mars, enda noe sterkere enn i rapporten fra oktober.

En viktig årsak til kronestyrkingen var den svake utviklingen internasjonalt. Veksten i verdensøkonomien i 2003 tok en annen retning og ble vesentlig svakere enn IMF, OECD, andre analytikere og observatører samt Norges Bank ventet sommeren 2002.

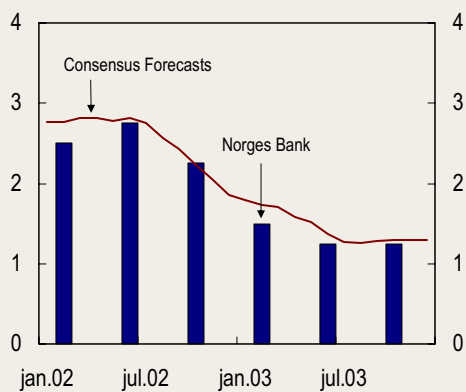
Flere institusjoner har vært for optimistiske om utviklingen internasjonalt. Utviklingen i Consensus Forecasts¹¹ er vist i figur 11. I årsrapporten til Bank for International Settlements (BIS) for 2002 heter det blant annet (vår oversettelse):

«Det siste året har vært preget av skuffelser når det gjelder den økonomiske utviklingen. Gjensidig forsterkende geopolitiske, økonomiske og finansielle forhold bremset 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)

Utviklingen i renteforventningene internasjonalt gir et godt uttrykk for hvor annerledes utviklingen ble (se figur 12a og b). Sommeren 2002 ventet finansmarkedene at renten i USA ville komme opp mot 4 prosent i løpet av sommeren 2003. Forventningene ble gradvis nedjustert gjennom vinteren og våren 2003.

¹¹ 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 11 Anslag for BNP-vekst hos handelspartnerne for 2003 gitt på ulike tidspunkt



Kilde: Consensus Forecasts og Norges Bank

Renten ble satt videre ned. Utviklingen stabiliserte seg først sommeren 2003 og renteforventningene økte igjen noe. Den økonomiske veksten i USA tok seg opp utover høsten, men med lav inflasjon og ledig kapasitet i økonomien var det fortsatt utsikter til at de kortsiktige rentene ville være lave en god tid fremover. Ved årsskiftet ventet finansmarkedene at den amerikanske styringsrenten ville bli liggende på 1 prosent fram til mars 2004, for så å stige til 2 prosent innen utgangen av året. Også i Europa var det sommeren 2002 forventninger om at rentene ville øke markert. Også her ble renten i stedet redusert og forventningene kraftig ned-

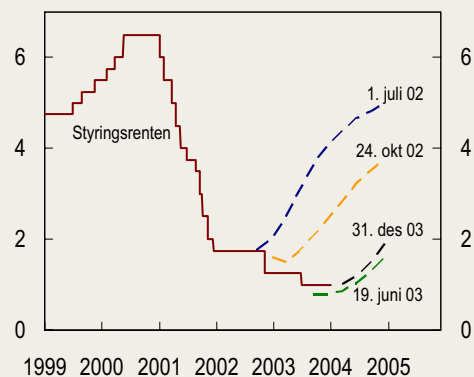
justert. Nå er det tegn til oppgang også i Europa, men det vil kunne ta noe tid før veksten tar seg vesentlig opp. Den sterke appresieringen av euroen mot slutten av 2003 er et risikomoment som kan komme til å dempe oppgangen. Ved utgangen av 2003 ventet finansmarkedet at styringsrenten i Den europeiske sentralbanken ville holdes uendret fram til mars 2004, men stige ½ prosentpoeng til 2½ prosent i løpet av 2004.

Anslagene for BNP-veksten hos handelspartnerne for 2003 ble nedjustert med til sammen 1½ prosentpoeng fra sommeren 2002 til sommeren 2003 (se figur 11). Det skyldtes særlig virkninger av regnskapsskandalene i store amerikanske selskaper, frykt for terror, 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.

Svak utvikling internasjonalt ga lavere renter ute. I Norge ga lønnsoppgjøret i 2002 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 forven-

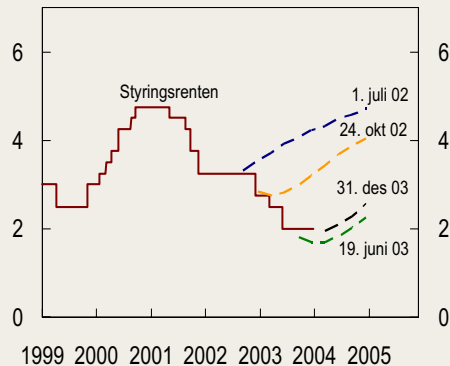
Figur 12a Renteforventninger i USA. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹. Dagstall



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

Kilde: Bloomberg og Norges Bank

Figur 12b Renteforventninger i euroområdet. Faktisk utvikling og forventet styringsrente¹. Dagstall



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

Kilde: Bloomberg og Norges Bank

Utviklingen i kronekursen 2000–2003

Kronekursen påvirker prisstigningen og aktivitetsutviklingen i økonomien. Norges Bank tar hensyn til effekten av valutakursen i analysen av inflasjonsutsiktene og i anslagene for realøkonomien. Utviklingen i kronekursen har på denne måten betydning når renten blir fastsatt.

Figuren viser utviklingen i den importveide kronekursen (I-44),¹ Norges Banks foliorente og tremåneders rentedifferanse til handelspartnerne fra begynnelsen av 1999.

Differansen mellom norske og utenlandske markedsrenter – som gjenspeiler forventet økonomisk utvikling i henholdsvis Norge og blant handelspartnerne – har særlig betydning for utviklingen i kronekursen. Normalt vil utsikter til press i norsk økonomi og høyere inflasjon trekke i retning av høyere innenlandsk rente og sterkere krone. Det er derfor nær sammenheng mellom utviklingen i konjunkturerne, rentedifferansen og kronekursen.

Kronen svekket seg fram mot midten av 2000. Fra mai 2000 til januar 2003 styrket den seg med i underkant av 20 prosent, samtidig som rentedifferansen økte med i overkant av 2,0 prosentpoeng. Styrkingen var særlig markert gjennom 2002, da kronen styrket seg med rundt 13 prosent. Utviklingen i rentedifferansen og kronekursen gjennom 2002 må ses i lys av den særnorske høykonjunkturen med høy lønnsvekst (se nærmere omtale av konjunkturbildet i hovedteksten).

Effekten på kursen av denne rentedifferansen ble forsterket av det internasjonale børsfallet som startet høsten 2000 og som var særlig markert gjennom 2002.² Også fallende variabilitet mellom hovedvalutaene bidro til dette. Forventninger om ytterligere børsfall og lave renter internasjonalt førte til at mange investorer betraktet plasseringer i norske kroner som attraktivt. Analyser utført i Norges Bank indikerer at økende renteforskjell kan forklare om lag 40 prosent av kronestyrkingen fra mai 2000 til januar 2003, se tabell. Børnedgangen og fallende variabilitet mellom hovedvalutaene kan forklare om lag 55 prosent av kronestyrkingen i perioden. Disse faktorene bidro fordi renteforskjellen var positiv.³ Appresieringen i 2002 har også sammenheng med

at oljeprisen økte kraftig og at kronen fungerte som geopolitisk tilfluktsvaluta.

Utover høsten 2002 endret konjunkturbildet seg, og ny informasjon trakk i retning av at utsiktene for norsk og internasjonal økonomi ble svekket.⁴ Det var utsikter til at inflasjonen ville bli lavere enn 2½ prosent på to års sikt. På denne bakgrunn ble styringsrenten redusert med 0,5 prosentpoeng på rentemøtet 11. desember. Konjunkturutviklingen gjennom 2003 tilsa videre kutt i renten, og fra desember 2002 til januar 2004 ble foliorenten redusert fra 7,0 til 2,0 prosent. Rentedifferansen mot handelspartnerne falt med over 4,0 prosentpoeng og var nær null i januar 2004. Rentekuttene bidro til en betydelig svekkelse av kronekursen. Ved utgangen av januar 2004 var kronekursen om lag 14 prosent svakere enn den var på sitt sterkeste nivå i januar 2003.

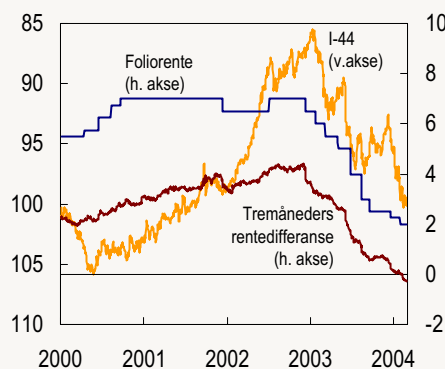
Tabell. Bidrag til styrkingen av kronen fra mai 2000 til januar 2003¹

| | |
|---|-----|
| Virkninger knyttet til renteforskjellen mot utlandet | 95% |
| Økt renteforskjell | 40% |
| Lavere aksjekurser og valutakurssvingninger internasjonalt ² | 55% |
| Virkning av økt oljepris | 5% |

¹ Tallene er avrundet

² Lavere aksjekurser og valutakurssvingninger bidro fordi renteforskjellen var positiv

Figur Importveid kronekurs¹, foliorenten og tremåneders rentedifferanse mot handelspartnerne. Dagstall. 1. januar 2000–27. februar 2004



¹ Stigende kurve betyr sterkere kurs

Kilde: Norges Bank

¹ Se www.norges-bank.no for nærmere beskrivelse av den importveide effektive kronekursen, I-44.

² Målt ved Standard & Poor 500 startet aksjekursene på en fallende trend i begynnelsen av september 2000. Indeksen falt med rundt 23 prosent i 2002.

³ Forventninger om mindre kurssvingninger mellom hovedvalutaene gir i følge markedsaktører mindre rom for spekulasjonsgevinster i valutamarkedet.

Investorene la derfor større vekt på renteforskjeller enn tidligere og plasserte en større del av sine porteføljer i høyrentevalutaer som norske kroner. Se Naug (2003)

«Faktorer bak utviklingen i kronekursen – en empirisk analyse», Norges Banks skriftserie 31/03 og Inflasjonsrapport 1/2003 for flere detaljer.

⁴ Se «Beretning og regnskap 2002» fra Norges Bank for en nærmere redegjørelse for ny informasjon som kom høsten 2002.



tede svingninger mellom 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. Se også egen ramme.)

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 (se figur 10). 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 virkning-

ene 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 2002 og til og med februar 2003 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. Fra våren 2003 kom utslaget desto sterkere.

Importvridninger til lavkostland bidro trolig også til prisfall på importerte konsumvarer gjennom 2003. Det var således vanskelig å skille mellom hvor mye av prisetallet som skyldtes styrkingen av kronkursen vi hadde bak oss og hvor mye som kunne forklares av mer strukturelle forhold, som kan ha en mer varig effekt på prisutviklingen. Norges Bank ventet at pris-effektene av kronestyrkingen gradvis ville tømmes ut og motvirkes av at kronen ble svekket gjennom 2003. Prisene på importerte konsumvarer fortsatte imidlertid å falle mot slutten av 2003.

Prisfallet på importerte konsumvarer var i 2003 noe større enn den historiske utviklingen i valutakursen skulle tilsi. Beregninger av gjennomslaget fra valutakursendringer til konsumpriser er imidlertid usikre. Erfaringer fra andre land med inflasjonsmål har vært at kursgjennomslaget etter hvert er blitt lavere. I så fall kan gjennomslaget fra valutakursen på prisene være mindre, og effekten på prisene fra handelsliberalisering være større enn vi har lagt til grunn.

Også i norsk økonomi har veksten i 2003 vært svakere enn anslått. Veksten i BNP for Fastlands-Norge stoppet opp mot slutten av 2002. Den høye lønnsveksten i offentlig sektor i 2002 bidro til lav vekst i offentlig produksjon og sysselsetting. Sysselsettingen i offentlig forvaltning falt fra 1. halvår 2002 til 1. halvår 2003.¹² 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 industri-varer og svak konkurranseevne etter flere år med høy lønnsvekst og den sterke kronen i 2002.¹³

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 på prisene. Marginene har vært under press, og mange bedrifter har nedbemannet i stedet for å øke prisene. Høye strømpriser gjennom vinteren 2003 ga en inndragning i kjøpekraft fra husholdningene. Dette kan ha

¹² Tallene er påvirket av omorganisering i Statens veivesen gjennom opprettelsen av Mesta AS 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.

¹³ Konkurranseevnen kan for eksempel måles ved relative lønnskostnader i Norge i forhold til handelspartnerne. Dette er nærmere omtalt på s. 36-37.

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 2002 til april 2003, 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 2003.

Vurdering av avviket fra inflasjonsmålet

Norsk økonomi var i årene 1998–2002 preget av stor knapphet på arbeidskraft og vesentlig høyere lønns-kostnadsvekst enn hos handelspartnerne. Lønnsveksten i økonomien fremkommer som et samspill av ulike faktorer og vil variere fra år til år. 2002 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. Lønnsstilleggene var svært ulike for ulike grupper. Det var derfor etter Norges Banks syn stor risiko for nye 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)

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 2002 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 lønnsoppjøret, 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.

Sommeren 2002 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 tilstrømming 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.

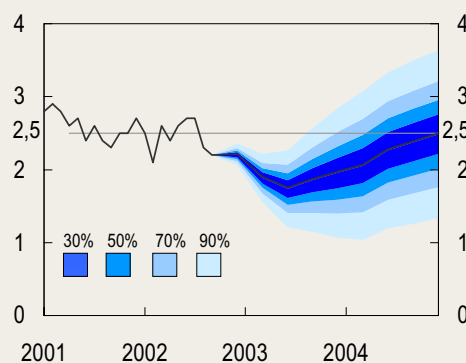
Pengepolitikken ble derfor strammet til gjennom en renteøkning sommeren 2002. På ett års sikt ville den sterke kronen trekke prisstigningen under 2½ prosent, men deretter ville virkningene av den sterke lønnsveksten veie tyngst.

Norges Banks hovedstyre avveide i 2002 hensynet til en jevn utvikling i inflasjonen på kort sikt og hensynet til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Det var således ventet og villet at inflasjonen skulle bli lav i 2003.

Selv på ½ – 1 års sikt er det imidlertid usikkerhet i prisutviklingen (se figur 13). 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 2002 styrket kronen seg ytterligere. Dette hadde sammenheng med uventet svak utvikling i internasjonal økonomi som

Figur 13 Konsumprisvekst¹. Anslag og usikkerhet. Inflasjonsrapport 3/02. Tolvmånedersvekst. Prosent



¹ Justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE)

Båndene i viften angir ulike sannsynligheter for utviklingen i konsumprisveksten.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

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 økt konkurranse i flere næringer og svikt i etterspørselen etter enkelte varer som følge av økte strømregninger.

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 i 2003.

Fallet i klesprisene var den viktigste enkeltfaktoren til å dempe konsumprisveksten i 2003. Effekten på prisene som følge av vridningen av handel fra høykostland til lavkostland har vært større enn ventet. De siste årene hadde vi observert at det var en nedadgående trend i prisene på klær og skotøy. Vi hadde imidlertid ikke klare holdepunkter for å legge til grunn at denne tendensen ville fortsette i 2003. Det ble omtalt som et viktig risikomoment i analysene i inflasjonsrapportene.

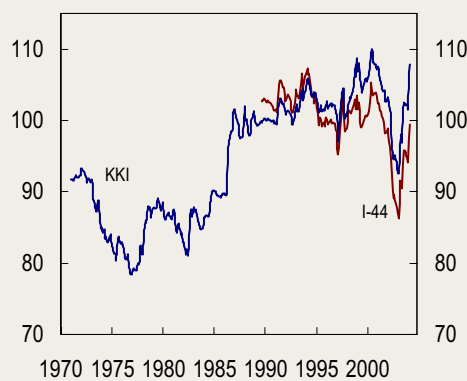
Det er alltid usikkerhet rundt inflasjonsanslagene. Når utsiktene for prisstigningen på ½–1½ års sikt avviker betydelig fra målet innebærer det økt risiko for at den faktiske prisstigningen kommer under 1½ prosent eller over 3½ prosent på noe lenger sikt. En pengepolitikk som innrettes med sikte på å holde faktisk prisstigning nærmere inflasjonsmålet også på kort sikt, vil imidlertid generelt gi større svingninger i produksjon og sysselsetting, se drøftingen i avsnittet om avveininger i pengepolitikken.

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

I løpet av 2003 ble renten satt ned med 4,25 prosentenheter. Foliorenten kom ned til 2,25 prosent i desember. Renten ble redusert ytterligere med 0,25 prosentpoeng både ved rentemøtet 27. januar og 11. mars 2004 og er nå på 1,75 prosent.

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. Gjennom 2003 svekket I-44 seg med nærmere 11 prosent fra den var på det sterkeste i januar samme år (se figur 14). I-44 var ved utgangen av 2003 fortsatt noe sterkere enn i 1995 og

Figur 14 Importveid valutakurs (I-44) og konkurransekursindeksen (KKI).¹ Månedstill. Januar 1971–februar 2004



¹ Stigende kurve betyr svakere kurs

Kilde: Norges Bank

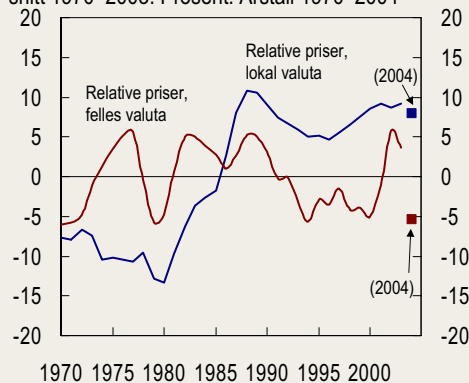
1996. I løpet av januar og februar 2004 svekket I-44 seg med ytterligere 4 prosent.

Konkurransekursindeksen (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. Ved utgangen av 2003 var KKI over 11 prosent svakere enn i januar samme år, og om lag på linje med 1995 og 1996 (se figur 14). KKI svekket seg med over 4 prosent i løpet av januar og februar 2004.

Svingningene i kronen har tiltatt siden 1996 og er nå mer på linje med svingningene i valutaene til andre små økonomier med flytende kurs. Siden 1997 har kronen svingt mellom 7,22 og 9,24 kroner per euro/ecu. Svingningene i den nominelle valutakursen vil også komme til uttrykk i den løpende måling av realvalutakursen og konkurransevnen. Den reelle kronekursen kan måles enten som forholdet mellom det norske og det utenlandske prisnivået i felles valuta eller som forholdet mellom det norske og det utenlandske lønnsnivået i felles valuta. Realkursen målt 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.¹⁴ Når det er forventninger til at prisstigningen i Norge utvikler seg om lag som i andre land, vil også valutakursen normalt vende tilbake når den i perioder har vært særlig sterk eller særlig svak. Det er denne sammenhengen som begrunner at stabilitet i valutakursen og i valutakursforventningene

¹⁴ Se Akram (2003): «PPP in the medium term despite oil shocks: The case of Norway». Working Paper 2002/4, Norges Bank.

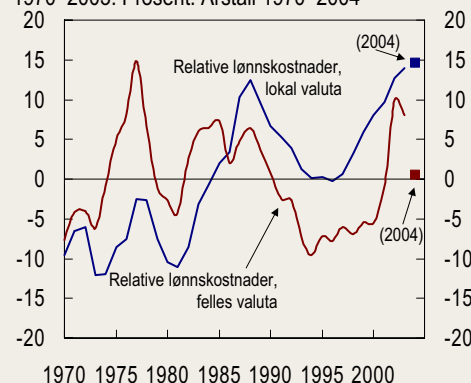
Figur 15 Valutakursen deflatert med relative priser i Norge og hos handelspartnene.¹ Avvik fra gjennomsnitt 1970–2003. Prosent. Årstall 1970–2004



¹ Anslag for konsumprisveksten i 2004 fra IR 1/04. Anslaget for relative priser i felles valuta i 2004 er basert på forutsetningen for kronkursen (KKI) i IR 1/04.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 16 Relative lønnskostnader¹ mellom Norge og handelspartnene.² Avvik fra gjennomsnitt 1970–2003. Prosent. Årstall 1970–2004



¹ Timelønnskostnader i industrien

² Anslag for lønnsveksten i 2004 fra IR 1/04. Anslaget for relative lønnskostnader i felles valuta i 2004 er basert på forutsetningen for kronkursen (KKI) i IR 1/04.

Kilde: TBU, Finansdepartementet og Norges Bank

over tid fordrer stabile inflasjonsforventninger, som igjen krever at inflasjonen er lav og stabil.

Ut fra erfaringene så langt har vi ikke holdepunkter for å si at tendensen til at kronkursen vender tilbake 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, produktivitetutviklingen, oljeprisen og det øvrige bytteforholdet mellom eksport- og importprodukter.

På 1980-tallet var prisveksten i Norge vesentlig høyere enn hos handelspartnene. Regnet i felles valuta er prisenivået i Norge høyt, men det har holdt seg nokså stabilt i forhold til handelspartnene over tid. Forholdet mellom norske og utenlandske priser i dag, regnet om til felles valuta, er på samme nivå som på midten av 1990-tallet. Målt som relative konsumpriser i felles valuta har realkursen vendt tilbake og er nå 5 prosent svakere enn gjennomsnittet de siste 30 årene (se figur 15).

Realkursen målt ved relative lønnskostnader i felles valuta har vært sterk (se figur 16) og konkurranseevnen for norske bedrifter tilsvarende svak de siste to årene. Konkurranseevnen i 2003 kan anslås å være om lag 7 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. Konkurranseevnen

evnen er vesentlig bedret etter kronesvekkelsen den siste tiden, og er nå på linje med gjennomsnittet de siste 30 årene.

Lettelsen 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 kronkurs i 2002 og tidlig i 2003 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 2003 (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 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 deler av privat sektor. Veksten i boligprisene ser nå ut til å avta. Utviklingen i boligmarkedet og mindre optimisme i husholdningene kan redusere kreditt veksten 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 5¼ prosent. Formuleringen fra kontaktutvalget ga således ikke et presist varsel om hva resultatet av lønnsoppgjøret ville bli.

Lønnstilleggene i lønnsoppgjøret i 2003 ble lavere enn det Norges Bank hadde anslått. Bruddet med den særnorske høye lønnsveksten i 1998–2002 må ses på bakgrunn av tilstramningen i pengepolitikken i 2002 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 2003. I mange tjenesteytende næringer har muligheten for å velte økte lønnskostnader over på priser trolig vært mer begrenset enn før.

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. 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 2½ prosent.

Konsumprisveksten var ventet å ligge godt under målet i 2003, men som omtalt tidligere, kom tolv månedersveksten i inflasjonen under 1 prosent sommeren 2003 og ned i 0,4 prosent i desember 2003. Uten vesentlige lettelse 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.

Lettelsene i pengepolitikken gjennom våren og sommeren 2003, etter hvert også med større skritt,

gjenspeilte også at virkningen av reduksjonen i renten vinteren samme år syntes å bli mindre enn antatt. Virkningen på valutakursen ble dempet av at rentene ble satt ned også i andre land.

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 norskproduserte varer og tjenester har holdt seg oppe (se tabell 1). Siden prisfallet på importerte konsumvarer i stor grad kan tilskrives den sterke kronekursen i 2002 og tidlig i 2003, kan det antas at mye av fallet i prisveksten vil være midlertidig. På enkelte importerte konsumvarer har vi imidlertid sett at det er en nedadgående trend i prisene som følge av handelsliberaliseringer. Dette vil kunne fortsette å bidra til lav prisvekst fremover.

Lettelsene i pengepolitikken vil bidra til å løfte inflasjonen. På kort sikt vil virkningen særlig komme ved at effekten av appresieringen i 2002 gradvis tømmes ut. Senere vil svekkelsen av kronen gjennom 2003 gi positive prisimpulser. 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 mars 2004 (Inflasjonsrapport 1/04), ble utsiktene for inflasjonen basert på at renten utvikler seg i tråd med terminrentene i markedet slik de var i begynnelsen av mars. Det vil si en styringsrente ned mot 1½ prosent innen sommeren og deretter en gradvis økning. Kronekursen ble forutsatt å følge terminkursen, som tyder på at aktørene venter en nokså stabil kurs fremover. Anslagene i inflasjonsrapporten tydet på at lettelser i pengepolitikken i denne størrelse ville bringe prisstigningen opp til inflasjonsmålet i løpet av våren 2006. Lønnsveksten ble anslått til 4½ prosent i 2003, 3¾ prosent i 2004 og 4¾ prosent i 2005.

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

Har pengepolitikken bidratt til stabilitet i produksjon og sysselsetting?

Det følger av mandatet at det er et formål å stabilisere utviklingen 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 produktivetsveksten, 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)

Å stabilisere utviklingen i produksjonen vil si å søke å holde den faktiske produksjonen nær den langsiktige trenden (se ramme). For å vurdere dette må en ha en oppfatning av hvordan den faktiske økonomiske aktiviteten er i forhold til trenden. 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 nettverk,¹⁵ gir grunnlag for vår vurdering av økonomiens virkemåte.¹⁶ Som et hjelpemiddel benytter Norges Bank seg også av en rekke indikatorer som samlet kan si noe om veksten og aktivitetsnivået i økonomien er høyt eller lavt i forhold til produksjonspotensialet.¹⁷

Produksjonsgapet er forskjellen mellom det faktiske nivået på produksjonen i økonomien og det nivået på produksjonen som er forenlig med stabil inflasjon over tid. Produksjonsgapet er ikke direkte observerbart, men må estimeres. En enkel metode for å anslå produksjonsgapet er å måle forskjellen mellom den faktiske og den trendmessige produksjonen. Det er vanlig å legge 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

¹⁵ Se «Analyse fra regionalt nettverk» på Norges Banks internettisider, www.norges-bank.no.

¹⁶ Slike vurderinger blir publisert i inflasjonsrapportene. Se «Oversikt over utdypinger i inflasjonsrapportene 2000-2003» i Inflasjonsrapport 3/03.

¹⁷ Se «Monetary Policy in Real Time: The Role of Simple Rules» av Olsen, Qvigstad og Røisland, utgis i serien BIS Papers.

Fleksibel inflasjonsstyring¹

Lav og stabil inflasjon er i de fleste land det overordnede målet for pengepolitikken. Historiske erfaringer fra Norge har vist at fravær av prisstabilitet har medført lav og ustabil produksjon og sysselsetting. Høy inflasjon eller deflasjon er både en årsak til og et symptom på systematiske ubalanser i økonomien.

På 1970-tallet og 1980-tallet var det store svingninger i norsk økonomi. Den økonomiske utviklingen ble preget av høy og variabel inflasjon. Fastkurspolitikken på 1980-tallet bidro etter hvert til at inflasjonen kom ned. Inflasjonen avtok gradvis fra slutten av 1980-tallet og har siden vært i gjennomsnitt rundt 2,5 prosent (se figur 1).

Svingningene i norsk økonomi er etter hvert blitt mindre, men konjunkturbølgene har likevel vært tydelige de siste 10 årene (se figur 2). Lavkonjunkturen på begynnelsen av 1990-tallet ble avløst av en oppgang fra 1993. Etter en periode med stabil og god vekst midt på 1990-tallet økte veksten i lønnskostnadene. Prisstigningen på varer og tjenester som blir produsert for det norske markedet tiltok. Denne oppgangen nådde toppen i 1998. Deretter gikk økonomien over fra en oppgangskonjunktur med høye vekstrater til en høykonjunktur med lavere vekst, men med lav arbeidsledighet, mangel på arbeidskraft i mange sektorer og høy vekst i lønnskostnadene.

Siden 1998 har produksjonsveksten vært lav. Avviket mellom faktisk BNP og den langsiktige trendveksten i BNP er redusert. Veksten i økonomien stoppet opp forrige vinter og var klart lavere enn

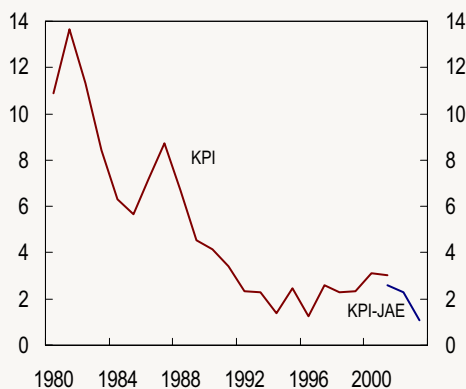
trenden i 2003. Det er utsikter til at BNP-veksten blir liggende nær trenden de nærmeste årene.²

Det operative målet for pengepolitikken i Norge er en inflasjon på 2½ prosent over tid. Det følger også av mandatet at det er et formål å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt.

Inflasjon er et monetært fenomen over tid. Det innebærer at myndighetene kan velge et nivå som inflasjonen skal stabiliseres rundt. Hva produksjonen og sysselsettingen skal stabiliseres rundt kan ikke velges på samme måte.

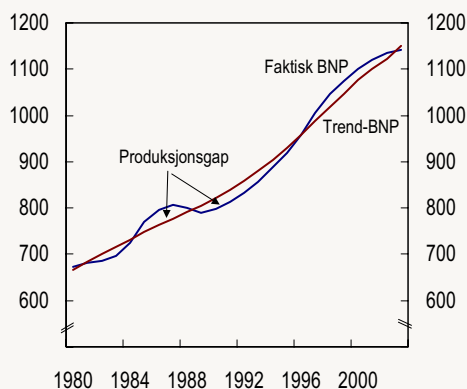
Økonomien vokser over tid. Det følger av positiv produktivitetsvekst og vekst i arbeidsstyrken. Produksjonen beveger seg i bølger og vil vekselvis ligge over og under den langsiktige trenden (se figur 2). En produksjonsvekst i takt med den langsiktige trenden vil kunne være forenlig med stabil inflasjon over tid. Når økonomien vokser raskere enn dette nivået, vil det bygges opp inflasjonspress i økonomien. Når inflasjonen blir høy og ustabil, vil ulike mekanismer bidra til å bremse den økonomiske veksten. Erfaringsmessig blir perioder med høy inflasjon etterfulgt av nedgangsperioder. Den langsiktige trenden i produksjonen kan ikke påvirkes av pengepolitikken. Pengepolitikken bidrag til å stabilisere produksjonen og sysselsettingen vil derfor være å avdemppe svingningene rundt den langsiktige trenden.

Figur 1 Konsumprisveksten. Total (KPI) og justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). Årsvekst, prosent. 1980–2003



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2 Faktisk BNP og trend-BNP i Fastlands-Norge. Milliarder kroner. Faste 2000-priser. 1980–2003



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

¹ For en nærmere redegjørelse for fleksibel inflasjonsstyring, se notatet «Aveininger i pengepolitikken» på www.norges-bank.no/pengepolitikk

² Se analyser i Inflasjonsrapport 1/2004.

å vurdere stabiliteten i produksjonen og kan belyse det innenlandske prispresset i økonomien.

Vi har hatt tydelige konjunkturbølger i norsk økonomi. De siste årene har kapasitetsutnyttelsen avtatt fra et høyt nivå og er nå på linje med nivået i årene 1995–1997, før kostnadsveksten tiltok.

Produksjonsgapet, slik Norges Bank beregner det, var litt negativt i 2003 (se figur 17). 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 ½ prosentpoeng i hvert av disse årene. De ulike beregningene gir likevel et nokså likt bilde av produksjonsgapet, se nærmere utdyping i Vedlegg 1 i «Beretning om pengepolitikken 2003 – de første åtte månedene».

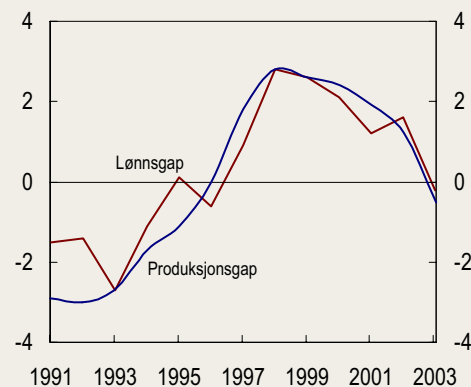
Andre indikatorer kan også bidra til å belyse stabiliteten i produksjon og sysselsetting:

Lønnsveksten er en direkte indikator på hvordan partene i arbeidslivet vurderer sysselsettingen og knappheten på arbeidskraft. Over tid må reallønnsveksten samsvare med produktivitsveksten. 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 nedbemanning. Lønnsveksten kan dermed være en indikator på utsiktene for sysselsettingen. Produktivitsveksten i Fastlands-Norge de siste årene har vært om lag 2 prosent. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Dette tilsier at en nominell vekst i lønningene på rundt 4½ prosent vil være forenlig med stabil utvikling i sysselsettingen. En slik lønnsvekst vil derfor heller ikke endre inntektsfordelingen mellom arbeidstakere og bedrifter.

I perioden 1998–2002 var lønnsveksten klart høyere enn dette. Så sent som i 2002 ble lønnsveksten 5¾ prosent. Dette kan være et uttrykk for at arbeidstakerne opplevde jobbtrykningen som høy, og at det var stor knapphet på arbeidskraft. Høye lønnstillegg 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 ble om lag 4½ prosent i 2003. Lønnsveksten er dermed på et nivå som over tid er forenlig med inflasjonsmålet og en mer stabil utvikling i arbeidsmarkedet.

Figur 17 Produksjons- og lønnsgap¹.

Årstall. 1991–2003



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

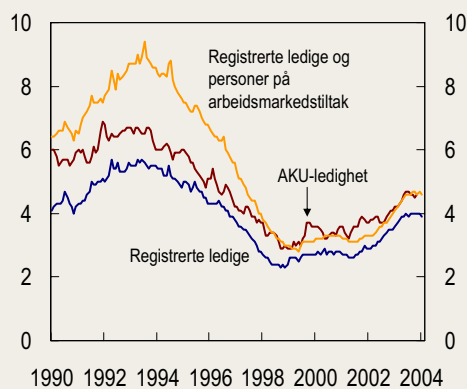
Kilde: Statistisk sentralbyrå, TBU, IMF og Norges Bank

I figur 17 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 ressursutnyttelsen markert. Mot slutten av perioden avtar lønnsgapet i tråd med at ressursutnyttelsen 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 på ingen måte en norm for arbeidsledigheten. Likevektsledigheten er derimot et uttrykk for hvordan lønnsdannelsen virker. I tillegg til institusjonelle forhold på arbeidsmarkedet vil likevektsledigheten også gjenspeile hvorvidt arbeidskraftens kvalifikasjoner og motivasjon passer med bedriftenes behov for arbeidskraft. Også den demografiske sammensetningen av arbeidsstyrken kan ha betydning for likevektsledigheten. Likevektsledigheten kan derfor endre seg over tid.

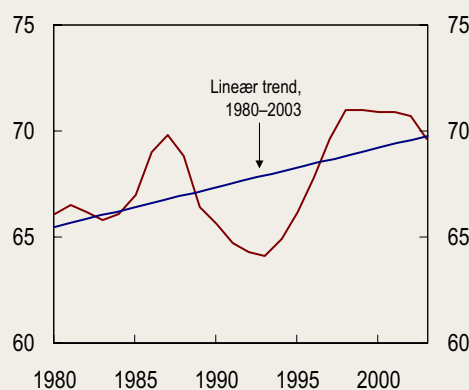
Norges Bank har ingen fast oppfatning om hva nivået på likevektsledigheten er på ethvert tidspunkt. I samsvar med avsnittet om lønnsveksten kan like-

Figur 18 Arbeidsledighet i prosent av arbeidsstyrken. Månedstill. Januar 1990–januar 2004



Kilde: Statistisk sentralbyrå, Aetat Arbeidsdirektoratet og Norges Bank

Figur 19 Sysselsetting i prosent av befolkningen i alderen 16–74 år. Årstall. 1980–2003



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

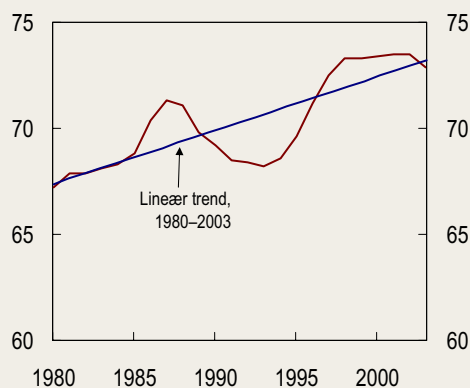
veksledigheten sies å være den arbeidsledigheten som gir en nominell lønnsvekst på om lag 4½ prosent.

Sysselsetningsutvalget fra 1992¹⁸ anslo at en arbeidsledighet på 3–3,5 prosent (målt ved AKU¹⁹) i 1990 og 1991 ville gi uendret konkurransevne 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. OECD har anslått likevektsledigheten (NAIRU²⁰) til 3,6 prosent i 2001. IMF har anslått nivået (NAWRU²¹) til 4,5 prosent i 1999.

Arbeidsledigheten har økt noe i 2002 og 2003 målt enten ved AKU, som antall registrerte ledige eller som antall registrerte ledige pluss deltakere på arbeidsmarkedstiltak. Arbeidsledigheten er likevel vesentlig lavere enn på begynnelsen av 1990-tallet og er nå om lag på nivå med 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 18). Lønnsveksten på 1990-tallet var i gjennomsnitt 4½ prosent, mens konsumprisveksten i gjennomsnitt var 2½ prosent på linje med inflasjonsmålet.

Både yrkesfrekvensen og sysselsetningsfrekvensen, det vil si henholdsvis arbeidsstyrken og sysselsettingen som andel av befolkningen i arbeidsdyktig alder, har vist en stigende trend helt siden tidlig på 1970-tallet. Det har først og fremst sammenheng med økt yrkesdeltaking blant kvinner. Disse frekvensene varierer gjerne med konjunktursyklusen og er høyere enn normalt i en høykonjunktur. Siden 1996 har disse frekvensene ligget over trenden (se figur 19 og 20). I

Figur 20 Arbeidsstyrke i prosent av befolkningen i alderen 16–74 år (yrkesfrekvensen). Årstall. 1980–2003



Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2003 lå yrkesfrekvensen og sysselsetningsfrekvensen om lag på trenden. Den mekaniske lineære trenden som her er benyttet, overdriver trolig trendøkningen i frekvensene mot slutten av perioden. Begge frekvensene er således relativt høye. Kvinner yrkes- og sysselsetningsfrekvens 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 i en likevekt. Dersom det legges til grunn at BNP i faste priser for Fastlands-Norge vokser trendmessig med opp mot 2½ prosent samtidig som prisstigningen ligger på inflasjonsmålet, kan kredittveksten være rundt 5 prosent.

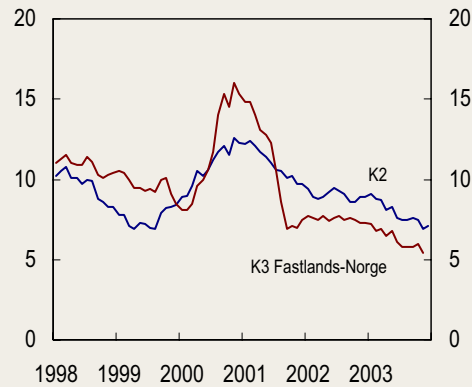
¹⁸ NOU 1992:26 En nasjonal strategi for økt sysselsetting i 90-årene.

¹⁹ SSBs arbeidskraftundersøkelse.

²⁰ NAIRU: non-accelerating inflation rate of unemployment (OECDs beregninger er basert på AKU-tall)

²¹ NAWRU: non-accelerating wage rate of unemployment (IMFs beregninger er basert på AKU-tall)

Figur 21 Innenlandsk kreditt (K2) og samlet kreditt til Fastlands-Norge (K3 Fastlands-Norge). Tolvmånedersvekst. Prosent. 1998–2003



Kilde: Norges Bank

Den underliggende veksten i publikums kreditt fra innenlandske kilder (K2) har falt jevnt fra 9 prosent ved inngangen til 2003, til 7,1 prosent ved utgangen av året (se figur 21). Tolvmånedersveksten i publikums samlede bruttogjeld unntatt oljevirkosomhet og utenriks sjøfart (K3 Fastlands-Norge) falt fra 7,3 prosent i desember 2002 til 5,4 prosent ved utgangen av november. Dermed peker utviklingen i kredittveksten i retning av en mer opprettholdbar og stabil utvikling fremover. Utviklingen i kreditten gir imidlertid ulike signaler. Husholdningenes lånevekst har vært sterk, mens bedriftene har bygget ned sin gjeld.

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 vinteren 2003. Dette gjenspeilte blant annet at internasjonal økonomi gjennom andre halvår 2002 tok en annen retning enn ventet. Smittevirkingene 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 økte i mange yrkesgrupper (se figur 22).

Lettelsene i pengepolitikken fra desember 2002 må også ses på bakgrunn av at veksten i norsk økonomi var svak eller negativ mot slutten av 2002 og i begynnelsen av 2003. Det er nå tegn til at lettelsene i pengepolitikken har begynt å virke. Kvartalsvis nasjonalregnskap for andre og tredje kvartal viste en tiltakende oppgang i fastlandsøkonomien. Arbeidsmarkedet viser

Figur 22 Endring i antall ledige fordelt på enkelte yrkesgrupper. Desember 2002–desember 2003



Kilde: Aetat Arbeidsdirektoratet og Norges Bank

tegn til bedring med vekst i sysselsettingen. Veksten i varekonsumet har utviklet seg positivt, men den var noe lavere enn ventet mot slutten av 2003. Husholdningenes forventninger til landets økonomi fremover bedret seg fra sommeren.²² Boligprisene økte andre halvår etter stagnasjon tidligere i 2003. Statistisk Sentralbyrås konjunkturbarometer for industrien indikerte at forventningene til den kortsiktige utviklingen bedret seg noe i løpet av 2003. Informasjon fra regionalt nettverk indikerer også at utsiktene for bedriftene bedret seg utover høsten (se ramme). På den annen side er det stor ledig kapasitet for næringseiendommer, og bedriftenes konkurranseevne 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 16). Bedriftenes låneetterspørsel og investeringer er lave. Aktiviteten i næringslivet kan mest effektivt stimuleres av lav rente og svak krone.

Svekkelsen av kronkursen vil etter hvert bidra til økt lønnsomhet i konkurranseutsatt sektor (se figur 17). 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 ytterligere opp.

Utsiktene for konkurranseutsatt næringsliv er etter Norges Banks vurdering bedre nå enn slik de fortonet seg for ett og et halvt år siden fordi kostnadsveksten har avtatt markert.

²² Forventningsindikatoren for norske husholdninger er et samarbeidsprosjekt mellom TNS Gallup, Sparebankforeningen og Økonomisk Rapport.

Regionalt nettverk

Høsten 2002 etablerte Norges Bank et regionalt nettverk av bedrifter, organisasjoner og kommuner i hele landet. Gjennom seks runder i 2003 har representanter for Norges Bank hatt samtaler med ledere fra nærings- og samfunnslivet om den økonomiske utviklingen i deres bedrifter/virksomheter og næringer. I hver av disse seks rundene er det gjennomført rundt 230 besøk. Utvalget av kontakter utgjør totalt sett om lag 1000 personer, og gjenspeiler produksjonssiden i økonomien både næringsmessig og geografisk. Seks regionale forskningsinstitutter er ansvarlig for nettverket i sin region, og gjennomfører kontaktmøter på vegne av Norges Bank. Forskningsinstituttene er Kunnskapsparken Bodø, Allforsk i Trondheim, Møreforskning Molde, Rogalandsforskning, Agderforskning og Østlandsforskning. I tillegg har Norges Bank dekket en egen region bestående av fire fylker på Østlandet.

Her er noen av hovedinntrykkene fra nettverket i 2003:

- Ved inngangen av 2003 meldte nettverkets kontakter i eksportindustrien om til dels kraftig fall i etterspørselen. Dette fortsatte fram mot sommeren. Kronekursutviklingen og kostnadsreduksjoner i bedriftene bidro til en bedring av konkurransekraften utover i året, og på høsten var det tegn til at etterspørselen tok seg noe opp igjen.
- Ordreinngangen i bygg og anleggsbransjen la grunnlag for forventninger om et kraftig fall i aktiviteten mot høsten i fjor. Spesielt innen byggesektoren. Situasjonen bedret seg imidlertid noe gjennom våren og sommeren, slik at aktiviteten ikke avtok like sterkt som ventet.
- Også hjemmemarkedsindustri og tjenesteyting rettet mot næringslivet opplevde fallende etterspørsel i første halvår 2003. I andre halvår ble konturene av et omslag stadig tydeligere.
- Innenfor varehandelen og tjenesteyting rettet mot husholdningene har veksten i 2003 vært relativt høy. Usikkerhet knyttet både til utviklingen i arbeidsmarkedet og den internasjonale situasjonen og de høye strømprisene bidro imidlertid til at etterspørselsveksten var nokså moderat i første del av året. Veksten tok seg vesentlig opp utover sommeren og høsten. En utvikling som blant annet ble satt i sammenheng med de omfattende rentekuttene.
- På grunn av mye ledig kapasitet kuttet mange bedrifter i sine investeringsplaner for 2003. Rasjonaliseringsinvesteringer var dominerende, spesielt i industrien. Til tross for gryende utover høsten indikerte bedriftenes investeringsplaner ingen vesentlige økninger i investeringene i 2004.
- Lønns- og kostnadsveksten avtok fra 2002 til 2003 for de fleste virksomhetene inkludert i offentlig sektor. Utsalgsprisene ble også rapportert å falle eller være om lag uendret innenfor de fleste næringer fram til i fjor høst.
- Lønnsomheten i næringslivet kom under sterkt press på grunn av fallende etterspørsel og høy kostnadsvekst. Bedriftene tilpasset seg den lavere etterspørselen ved å kutte kostnader, blant annet sysselsettingen. Også fra offentlig sektor fikk vi signaler om redusert sysselsetting i 2003. Fallet i sysselsettingen stoppet opp mot slutten av året, og i enkelte sektorer ble det økende tro på sysselsettingsvekst fremover.

Nettverket er også brukt til å undersøke noen aktuelle problemstillinger. Effekter av høye strømpriser ved begynnelsen av fjoråret og virkninger av rentenedsettelsene gjennom 2003 er eksempler på forhold som nettverket belyste spesielt i fjor.

Etter Norges Banks vurdering har den pengepolitiske tilstrammingen i 2002, bidratt til lav vekst i fjor, men den ga også et brudd i den sterke og særnorske lønns- og kostnadsveksten. Utsikt til lavere lønnsvekst og de store lettelsene i pengepolitikken gjennom 2003, medvirker til at veksten i norsk økonomi i 2004 og 2005 kan bli sterkere enn trendveksten. Fra å være svakt negativt i 2003 og 2004 anslår vi produksjonsgapet til å bli positivt i 2005 og 2006. Arbeidsledigheten vil ventelig stabiliseres i 2004 og reduseres noe i 2005.

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 1. kvartal i 2004 viser at forventet inflasjon om to år gjennomgående er i underkant av inflasjonsmålet på 2½ prosent (se ramme). Panelet med analytikere, akademikere og

arbeidsgiverorganisasjonene har gjennom det siste året nedjustert sine forventninger noe om inflasjonen om to år. Disse gruppernes 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.

Consensus Forecasts Inc. gir en månedlig oversikt over ulike institusjoners prognoser for konsumprisveksten i Norge. Anslagene gis for inntil to år fremover. I undersøkelsen i februar var det gjennomsnittlige anslaget for 2004 og 2005 på henholdsvis 1,2 prosent og 2,3 prosent. Det lave anslaget for 2004 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 oktober 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 2002.

Differansen mellom terminrentene i Norge og Tyskland kan også gi en indikasjon på prisforventningene i

Forventningsundersøkelse

TNS Gallup har gjennomført kvartalsvise undersøkelser om forventninger til den fremtidige prisutviklingen og en del andre økonomiske størrelser på oppdrag fra Norges Bank siden begynnelsen av 2002. Undersøkelsene gjennomføres blant eksperter i finansnæringen og academia, representanter for arbeidstaker- og arbeidsgiverorganisasjonene, bedriftsledere og husholdninger.

Ekspertpanelet består av aktører i valutamarkedet samt akademikere. Panelet utgjør om lag 50 personer. Disse spørres om forventninger til inflasjons- og årslønnsvekst på ett, to og fem års sikt, og hva de venter om utviklingen i kronekursen. Representantene for arbeidslivsorganisasjonene blir stilt de samme spørsmålene om inflasjon og årslønnsvekst. Bedriftslederne blir også spurt om deres forventninger til inflasjon på ett og to års sikt. I tillegg får de spørsmål om forventninger til endringer i renter, årslønn, innkjøpspriser, utsalgspriser, lønnsomhet og sysselsetting i egen bedrift. Husholdningene blir stilt spørsmål om forventet utvikling i inflasjon og egen lønnsutvikling, samt et spørsmål om hva de tror om renteutviklingen kommende år. Resultatene av undersøkelsene publiseres på TNS Gallups hjemmesider på internett.

Resultatene fra undersøkelsen i 1. kvartal 2004 viser at forventningene blant ekspertene og i arbeidstaker- og arbeidsgiverorganisasjonene til konsumprisveksten om 12 måneder og om to år ligger noe under inflasjonsmålet på 2½ prosent. Ekspertene ventet da en konsumprisvekst på 1,7 prosent om 12 måneder og 2,2 prosent om to år. Forventningene til partene i arbeidslivet ligger noe lavere enn dette. Forventet konsumprisvekst om fem år har ligget stabilt rundt 2½ prosent blant både eksperter og representantene for arbeidsgiversiden gjennom 2003. Inflasjonsforventningene til arbeidstakerorganisasjonene ser ut til å svinge fra en undersøkelse til den neste. Husholdningene oppgir jevnt over en relativt høy forventet inflasjon både på ett og to års sikt.

I 1. kvartal i 2004 forventet ekspertene i gjennomsnitt en lønnsvekst på 3,6 prosent i år og 3,9 prosent om fem år. Både ekspertene og partene i arbeidslivet nedjusterte sine anslag på årslønnsveksten for 2003 gjennom året som gikk. De spurte representantene for arbeidsgiverne anslø i 4. kvartal at årslønnsveksten for 2003 vil ende på 3,8 prosent, mens representantene for arbeidstakernes anslag var 4,1 prosent. Partene i arbeidslivet venter at årslønnsveksten vil bli 3½ prosent både i år og fem år fram i tid.

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 prosent.²³ 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 noe tid. Differansen mellom norske og tyske langsiktige terminrenter lå i området 1 prosentpoeng gjennom 2002 og falt til rundt ½ prosentpoeng i desember samme år (se figur 23). Rentedifferansen falt ytterligere fra desember til april 2003, men økte deretter til i overkant av ¾ prosent i sommermånedene. Utover høsten falt rentedifferansen igjen. Fra oktober 2003 til januar 2004 lå den rundt ½ prosentpoeng. Prisingen i rentemarkedet tyder derfor på at det har vært tillit til at inflasjonsmålet vil nås over tid.

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. Lettelser i pengepolitikken har trolig bidratt til at forventningene om en fremtidig inflasjon rundt inflasjonsmålet har vært relativt stabile.

Var pengepolitikken i 2003 forutsigbar for aktørene i finansmarkedene?

Det er ønskelig at sentralbankens rentebeslutninger er forutsigbare. Sentralbanken setter renten for innskudd over natten i Norges Bank. Denne styringsrenten 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.

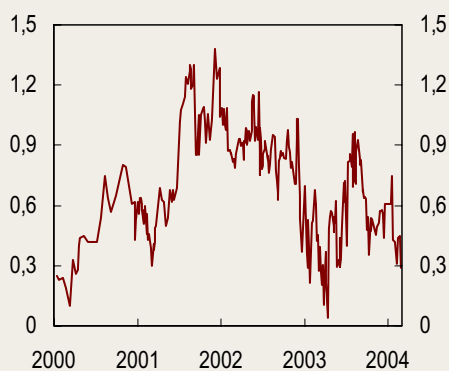
En indikator for forutsigbarheten i rentesettingen er utslagene i markedrentene ved hovedstyrets rentemøter.²⁴ Større utslag i markedrentene kan tyde på at beslutningen var overraskende.

Utslagene i tre-måneders pengemarkedsrente ved rentemøtene har vært mindre i 2003 sammenlignet med utslagene i 2002 (se figur 24). I 2003 har Norges Bank redusert styringsrenten ved syv anledninger. Endringen i styringsrenten den 13. august og 17. desember ser ut til å ha vært noe større enn forventet. Samtlige av de andre rentebeslutningene i 2003 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 fjor hvor det ble understreket at hovedstyret nøye ville vurdere å ta større skritt i rentesenkningene.

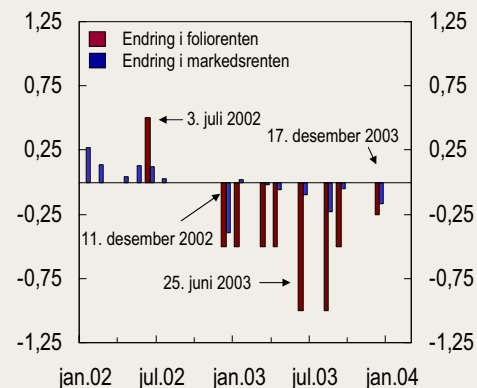
Selv om aktørene kjenner reaksjonsmønsteret i pengepolitikken relativt godt, kan det komme overraskelser i virkemiddelbruken hvis det kommer ny informasjon. Den økonomiske situasjonen, utviklingen eller utsiktene kan bli annerledes enn forutsatt. Slike forstyrrelser vil kunne føre til endringer i renten. 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

Figur 23 Differansen mellom norske og tyske terminrenter på 10 års sikt. Januar 2000–februar 2004



Kilde: Norges Bank

Figur 24 Utslag i 3-måneders pengemarkedsrente ved rentemøter



Kilde: Norges Bank

²³ Se ECBs «Monthly Bulletin», Januar 2004

²⁴ En slik indikator blir blant annet benyttet i rapporten om «How Do Central Banks Write» av Fracasso, Genberg og Wyplosz, CEPR 2003.

kunne forutse sentralbankens rentesetting med stor presisjon.

De gjennomsnittlige utslagene i de norske markedrentene var relativt store ved rentemøtene i 2002 sammenliknet med andre land med inflasjonsstyring. I 2003 var utslagene betydelig lavere relativt til de samme landene. Pengepolitikken i 2003 har således vært relativt forutsigbar for aktørene.

Likviditetsstyringen

Norges Bank fastsetter rentesatsene på innskudd og lån på bankenes foliokonti i Norges Bank (hhv. foliorenten og D-lånsrenten). Likviditetspolitikken skal sørge for at hovedstyrets rentebeslutninger får bredt gjennomslag i de korte pengemarkedsrentene. Norges Bank bruker sine likviditetspolitiske instrumenter, F-lån og F-innskudd, til å tilføre eller trekke inn likviditet fra banksystemet slik at de helt kortsiktige pengemarkedsrentene blir liggende nær renten på bankenes folioinnskudd i Norges Bank. Foliorenten er dermed den pengepolitiske styringsrenten.

Med virkning fra april 2003, besluttet Norges Bank inntil videre å innstille bruken av F-innskudd. Vurderingen var at det ville ha liten eller ingen pengepolitisk betydning hvorvidt banksystemets overskuddslikviditet ble plassert som folioinnskudd eller F-innskudd i Norges Bank.

I perioder med unormalt stort tilførselsbehov (som for eksempel ved store skatteforfall) og i situasjoner med betydelige utslag i pengemarkedsrentene, kan Norges Bank benytte valutabytteavtaler som et supplement til F-lån for å tilføre likviditet. Det ble ikke benyttet valutabytteavtaler i 2003.

Bankenes strukturelle likviditet er hva bankenes innskudd på foliokonto i Norges Bank ville ha vært uten sentralbankens tilførsel eller inndragning gjennom likviditetspolitiske instrumenter. Bankenes strukturelle likviditet påvirkes av løpende inn- og utbetalinger på statens konto i Norges Bank, statlige lånetransaksjoner, Norges Banks transaksjoner i valuta- og statspapirmarkedet og endringer i sedler og mynt i sirkulasjon.

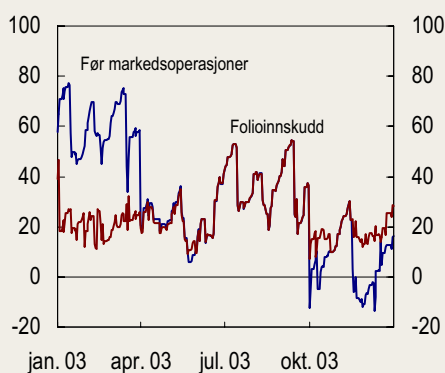
Det har vært en betydelig nedgang i den strukturelle likviditeten gjennom 2003, om lag 40 mrd. kroner. Som følge av et høyt nivå på likviditeten ved inngangen til året, var store deler av 2003 likevel preget av høy strukturell overskuddslikviditet i banksystemet. Som i foregående år varierte den strukturelle likviditeten betydelig gjennom året (se figur 25).

Det er flere årsaker til at den strukturelle likviditeten ble redusert gjennom 2003. Tilførselen av likviditet gjennom Norges Banks kjøp av valuta på vegne av Statens petroleumsfond har vært betydelig lavere i 2003 enn i 2002. Valutakjøpene ble stoppet med virkning fra og med 21. mai, som følge av at anslaget for avsetningen til Petroleumsfondet i 2003 ble nedjustert i Revidert nasjonalbudsjett. Samtidig har det vært en sterkere likviditetsinndragning gjennom nettoemisjoner av statspapirer i 2003 enn tilfellet var i 2002. Dette skyldes for en stor del at det ikke har vært forfall av statlige obligasjonslån i 2003. Bankene var samlet sett i låneposisjon en kort periode i mai og gjennom store deler av 4. kvartal i 2003.

Figur 1 viser at de korteste pengemarkedsrentene i 2003 gjennomgående lå nær foliorenten. Svingningene var noe større i begynnelsen av oktober og mot slutten av desember. I tiden før innbetalingen av oljeskatt 1. oktober, hadde banksystemet lenge vært preget av høy overskuddslikviditet. I forbindelse med oljeskatteperioden gikk banksystemet over til en situasjon med betydelig strammere likviditet, selv etter tilførsel av likviditet ved F-lån fra Norges Bank. Endringen i likviditetsnivået bidro til økt volatilitet i de korteste pengemarkedsrentene.

Mot slutten av desember steg de korteste pengemarkedsrentene noe, til tross for at bankene hadde folioinnskudd i Norges Bank på om lag 25 milliarder kroner. Grunnen til at rentene vanligvis stiger i dagene frem mot nyttår, er større usikkerhet knyttet til omfordelingen av likviditet mellom bankene over årsskiftet. I tillegg benytter enkelte banker i større grad enn ellers i året folioinnskudd til dekning av likviditetsreservekravet, noe som bidrar til å binde opp den tilgjengelige likviditeten i systemet. Utslagene i pengemarkedet var imidlertid begrensede, da den romslige likviditeten i banksystemet bidro til å redusere usikkerheten.

Figur 25 Bankenes likviditet i 2003. Dagstall.
Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Forskning

Forskningen og det forskningsbaserte analysearbeidet omkring pengepolitikk utvikles langs to linjer. Den ene er empirisk orientert og særlig rettet mot norsk økonomis virkemåte, den andre er mer teoretisk orientert og rettet mot spørsmål knyttet til utformingen av pengepolitisk strategi og egenskaper ved det pengepolitiske styringssystemet. Forskningsinnsatsen i Norges Bank er dermed direkte og indirekte innrettet mot å forbedre beslutningsgrunnlaget for pengepolitikken.

Forskningsarbeidet i Norges Bank dokumenteres løpende, blant annet i publikasjonsseriene fra Norges Bank. I 2003 er 8 arbeider utgitt i serien Working Paper, mens 11 artikler er blitt publisert i nasjonale og internasjonale tidsskrifter. I løpet av de siste tre årene har ansatte i forskningsavdelingen i gjennomsnitt publisert 9 artikler per år i tidsskrifter og bøker med bedømmelsesordning. Slike artikler blir gjentrykket i serien Reprints for å gjøre dem lettere tilgjengelig for interesserte. I 2003 har dessuten flere forskere publisert sine bidrag til å forklare utviklingen i kronekursen i Norges Banks skriftserie. Bidragene er også blitt oversatt til engelsk for et internasjonalt publikum.²⁵

Med utgangspunkt i bankens forskningsvirksomhet knyttes kontakter med akademiske forskningsmiljøer nasjonalt og internasjonalt, og med forskningsmiljøene i andre lands sentralbanker. Sentralt for å videreutvikle denne kontakten står bankens egen forskningsvirksomhet, som i denne sammenhengen kan ses på som «inngangsbilletten» som gir innpass i andre forskningsmiljøer. Kontakten utvikles gjennom ulike samarbeidsrelasjoner som spenner fra langvarig samarbeid med utenlandske forskere om felles forskningsprosjekter til deltagelse i internasjonale konferanser, arbeidssamlinger og forskningsseminarer. Gjennom denne kontakten oppnår banken tilgang på viktige internasjonale impulser og referanser som er nyttige for utøvelsen av bankens oppgaver innenfor arbeidet med pengepolitikk, finansiell stabilitet og kapitalforvaltning.

I 2003 var til sammen ti akademikere fra ulike økonomiske læresteder i Norge og utlandet knyttet til forskningsavdelingen i Norges Bank gjennom engasjementer på deltid. Et formål med engasjementene er at akademikerne skal drive forskningssamarbeid med bankens egne ansatte og bidra til å styrke forskningsmiljøet i banken.

Norges Bank skal også finansiere et professorat i makroøkonomi med særlig vekt på pengepolitiske problemstillinger ved Økonomisk institutt på Universitetet i Oslo. Ved utgangen av 2003 var Universitetet i Oslo i slutfasen med å besette dette professoratet etter utlysning i norske og internasjonale medier.

Arbeid med økonomiske modeller

Økonomiske modeller er nyttige hjelpemidler i utøvelsen av pengepolitikken. Utviklingen av økonomiske modeller er en løpende prosess som blant annet styres av den kunnskap vi til enhver tid har om økonomien og pengepolitikken virkemåte og saksforholdet som modellene skal brukes til å belyse. Som andre sentralbanker bruker Norges Bank flere modeller, med ulik grad av teoretisk og empirisk innhold. Den makro-økonometriske modellen RIMINI har de siste 10 årene fungert som et hovedverktøy i utarbeidelsen av prognosene om den økonomiske utviklingen som publiseres i inflasjonsrapporten.²⁶

I 2003 har Norges Bank foretatt en evaluering av sitt modellverktøy i lys av erfaringene med å forbedre beslutningsgrunnlaget for utøvelse av pengepolitikken under inflasjonsstyring. Et inflasjonsmål for pengepolitikken stiller andre utfordringer enn et fastkursmål. Under inflasjonsstyring må en søke å analysere hvilken rentebane som skal til for at inflasjonsmålet nås. Modeller for inflasjonsstyring må derfor si noe om pengepolitikken reaksjonsmønster og hvordan valutakursen dannes.

Norges Bank har i høst satt i gang et arbeid med å utvikle et nytt modellsystem for analyse- og prognosearbeidet i banken. I denne sammenheng vil det bli lagt vekt på nyere internasjonal forskning og erfaringer fra andre sentralbanker med inflasjonsstyring.

Statistikkproduksjon

Norges Bank produserer statistikk om penge-, kreditt- og valutamarkedene, i 2003 for en stor del etter samme mønster som året før. I henhold til avtale med Statistisk sentralbyrå om endret arbeidsdeling fra 2005 forbereder Norges Bank avvikling av utenlandsbetalingsstatistikken, samt endringer for å inkorporere data om økonomiske forhold mellom Norge og utlandet i øvrig finans- og verdipapirstatistikk.

Finansstatistikk

Norges Bank samarbeider med Kredittilsynet, Statistisk sentralbyrå og Verdipapirsentralen om innsamling av data og utarbeidelse av statistikk om kreditt- og verdipapirmarkedet. Statistikken brukes som grunnlag for bankens rentebeslutninger, til arbeidet med finansiell stabilitet, til offisiell statistikk, til løpende analyser av utviklingen på kreditt- og verdipapirmarkedene og til forskning.

Primærstatistikken for banker og andre finansforetak er det viktigste grunnlaget for å utarbeide månedlige indikatorer over kredittutviklingen (kredittindikatorene) og utviklingen i pengemengden, samt kvartalsvise finansielle sektorbalanser.

²⁵ Se Norges Banks skriftserie nr. 31 og 32.

²⁶ Artikkelen «Hvilken rolle spiller vurderinger og skjønn i bruken av den makroøkonomiske modellen RIMINI?» av Kjetil Olsen og Fredrik Wulfsberg, som er publisert i Penger og Kreditt 1/01, beskriver hvordan RIMINI-modellen brukes i prognosearbeidet.

I 2003 har banken startet drøftinger med Kredittilsynet og Statistisk sentralbyrå om rammene for det fremtidige samarbeidet om innsamling og bearbeiding av data fra banker og andre finansforetak. Disse drøftingene vil fortsette i 2004.

Statistikk over utenlandsbetalinger

Norges Bank produserer statistikk over betalingene mellom Norge og utlandet. Denne statistikken er det viktigste grunnlaget for utenriksregnskapet, som produseres av SSB hver måned. Statistikken over utenlandsbetalingene er basert på rapporter fra norske banker og fra foretak som har konto i utenlandske banker eller har oppgjørsordninger med utenlandske konsernselskaper.

Statistikken over utenlandsbetalinger vil opphøre fra 2005. SSB utvikler derfor et nytt innsamlingssystem for data til utenriksregnskapet. Norges Bank deltar i dette arbeidet med kompetanse og personell.

Skattemyndighetene, tollmyndighetene og Økokrim har adgang til å innhente opplysninger fra Norges Bank om betalinger mellom innlendinger og utlendinger. Norges Bank bidrar med kompetanse i etableringen av et nytt system for innrapportering av utenlandsbetalinger fra bankene når dagens rapportering til Norges Bank bortfaller.

Finansielle sektorregnskaper

Norges Banks databank for kvartalsvise finansielle sektorregnskaper (FINDATR) ble lagt om i 2003 og gitt nytt navn: FINSE. Blant annet ble sektor- og objektsinndelingen endret noe, og ny primærstatistikk ble innarbeidet. FINSE inneholder data fra utgangen av 1995 og benyttes i bankens modellarbeid, i pengepolitiske utredninger og i arbeidet med finansiell stabilitet. Statistikkproduktet husholdningenes finansregnskap, som bygger på FINSE, viser bl.a. utviklingen i husholdningenes fordringer, gjeld og netto finansinvesteringer.

Internasjonal rapportering og samarbeid

Norges Bank har en omfattende rapportering av statistikk til internasjonale organisasjoner. Banken rapporterer til BIS, ESB, Eurostat, IMF og OECD.

Norges Bank deltar i fora hvor utviklingen av internasjonale statistikkstandarder og internasjonal rapportering blir drøftet. Dette skjer blant annet i Committee on Monetary, Financial and Balance of Payments Statistics og i arbeidsgrupper under denne, der Norges deltakelse har bakgrunn i EØS-avtalen.

Norske myndigheter ved Finansdepartementet, Norges Bank og Statistisk sentralbyrå fikk i november 2002



besøk av en delegasjon fra Det internasjonale valuta-fondet (IMF). Delegasjonen foretok en kvalitetsvurdering av følgende seks viktige statistikkområder: Nasjonalregnskap, konsumprisindekser, produsentprisindekser, statistikk for offentlige finanser, monetær statistikk og utenriksregnskapet. Norges Bank hadde et koordineringsansvar på norsk side overfor IMF samt det faglige ansvaret for monetær statistikk.

IMF sine vurderinger ble i juli 2003 publisert på deres hjemmesider på Internet i en omfattende rapport som består av tre hoveddeler: *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC)*, *Data Quality Assessment Framework (DQAF)* og *Response by the Authorities*. Den første delen omfatter betraktninger av mer generell karakter rundt statistikkproduksjonen i Norge, mens vurderingene og karaktersetningen i den neste delen er foretatt ut fra en standardisert mal, DQAF, som gjør det mulig å sammenligne resultatene med tilsvarende undersøkelser foretatt i andre land. I tillegg ble norske myndigheter gitt anledning til å kommentere rapporten. Disse kommentarene er også publisert i samband med rapporten.

På de fleste områder kommer den monetære statistikken meget godt ut av IMF's evaluering. Det er likevel rom for noen forbedringer når det gjelder verddivurderinger av enkelte finansobjekter (gull og finansielle anleggsmidler), samt at IMF ønsker en annen behandling av utlån, finansielle derivater og påløpte renter. Verddivurderingen av gull er allerede endret i tråd med IMF's ønsker, mens de øvrige anbefalingene vil bli vurdert ved fremtidig utvikling av statistikk-systemene.