

Kapittel 7. Prisstabilitet

7.1 Målet for pengepolitikken

Pengepolitikk er myndighetenes styring av renter og likviditet i markedet for norske kroner. Regjeringen fastsatte i 2001 et inflasjonsmål for pengepolitikken i Norge. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

Inflasjonsmål er vanlig i land som er sammenlignbare med Norge, for eksempel Sverige, Storbritannia, Canada, New Zealand og Australia. Også Den europeiske sentralbanken sikter mot lav inflasjon.

Norges Bank setter renten slik at fremtidig inflasjon skal bli lik inflasjonsmålet på 2,5 prosent. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Inflasjonen i dag gir derfor ikke tilstrekkelig informasjon om hva renten bør være nå. En pengepolitikk som tar hensyn til dette, vil normalt også bidra til å stabilisere produksjonen og sysselsettingen (se avsnitt 7.3).

Konsumprisveksten blir påvirket fra måned til måned av tilfeldige og midlertidige forhold som pengepolitikken ikke rår over. 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. I gjennomføringen av pengepolitikken legger Norges Bank særlig vekt på utviklingen i konsumprisveksten justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) som en indikator på underliggende inflasjon.

Mandatet for gjennomføringen av pengepolitikken er gitt i forskrift av 29. mars 2001 (se tekstboks 7.1). Retningslinjene for den økonomiske politikken innebærer at pengepolitikken har fått en klar rolle i å stabilisere den økonomiske utviklingen. I brev til Finansdepartementet 27. mars 2001 uttalte Norges Bank seg om mandatet:

«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 banken får anledning til å vurdere virkningene av renteendringer 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.»

Målet for pengepolitikken gjenspeiler at lav og stabil inflasjon med lave og stabile inflasjonsforventninger er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til å nå målet om stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Det er en nødvendig

forutsetning for å oppnå stabile forventninger om valutakursutviklingen og er således et ankerfeste også for kronekursen.

Tekstboks 7.1: Mandatet for pengepolitikken

Pengepolitikken i Norge utøves av Norges Bank. Bankens virksomhet er regulert i lov om Norges Bank og pengevesenet (sentralbankloven), vedtatt av Stortinget 24. mai 1985. Lovens paragraf 2 omhandler forholdet til statsmyndighetene, mens paragraf 4 omhandler vedtak om endringer i kronens kursordning. I henhold til paragrafene 19 og 20 fastsetter Norges Bank vilkårene for rentesatsen på bankenes innskudd og lån i sentralbanken.

Med hjemmel i sentralbanklovens paragraf 2 tredje ledd og paragraf 4 annet ledd fastsatte Regjeringen 29. mars 2001 ny forskrift for pengepolitikken. Forskriften gir Norges Banks mandat for gjennomføringen av pengepolitikken. I forskriftens paragraf 1 heter det:

«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.»

7.2 Hvorfor er lav og stabil inflasjon et mål?

Inflasjon er vedvarende vekst i det generelle prisnivået. Inflasjon er det samme som et fall i verdien av penger, det vil si at man får et mindre kvantum av varer og tjenester for en bestemt pengesum. Inflasjonen måles vanligvis med veksten i konsumprisene, slik den kommer til uttrykk i Statistisk sentralbyrås konsumprisindeks.

Høy inflasjon gjør det dyrt å sitte med penger, siden disse stadig taper sin reelle verdi. Høy inflasjon kan også føre til unødige bruk av ressurser hvis mange bruker mye tid og krefter på å redusere ulempene ved høy inflasjon. Videre er det kostnader for bedriftene ved stadig å måtte endre prisene.

Når inflasjonen er høy, er den som regel variabel. Variabel inflasjon skaper usikkerhet ved at husholdningene og bedriftene blir usikre på fremtidige inntekter og utgifter. Det gjør det vanskelig å fatte riktige beslutninger og gir opphav til feilinvesteringer som igjen bidrar til svingninger i økonomien. Usikkerheten kan dessuten føre til at aktørene i det økonomiske livet blir mindre villige til å inngå langsiktige kontrakter. Mye ressurser kan bli brukt til sikring mot store endringer i prisene. Store og uventede endringer i prisene gir også en vilkårlig omfordeling av realverdien av inntekt og formue, for eksempel fra kreditorer til debitorer, og fra leietakere til eiere av fast eiendom.

Videre gjør høy og variabel inflasjon det vanskeligere å skille prisendringer på enkeltprodukter fra den generelle prisstigningen. Dermed blir det vanskeligere å se i hvilke markeder det er knapphet og hvor det er overskuddstilbud. Det gjør det mer krevende å fatte riktige beslutninger, og kan bidra til ustabile priser i finans- og i eiendomsmarkedene.

Andre kostnader ved inflasjon er knyttet til skattesystemet. Mange grenser i skattesystemet fastsettes i nominelle termer for ett år av gangen (for eksempel grensene for toppskatt). Med høy inflasjon innebærer dette økende reelle skatter gjennom året. Høyere reelle skatter kan gi økende avstand mellom det som er samfunnsøkonomisk lønnsomt, og privatøkonomisk lønnsom atferd (økende «skattekiller»¹).

Slik kan man si at lav og stabil inflasjon er en forutsetning for at ressursene utnyttes (allokeres) effektivt i en markedsøkonomi. Inflasjonen bør imidlertid ikke bli for lav. Det har blant annet sammenheng med at strukturen i økonomien er i utvikling, og at det kan være stivheter slik at det er vanskelig å senke nominelle priser og lønninger. Med en viss prisvekst kan relative priser og lønninger endres uten at nominelle priser og lønninger faller.

Videre vil det være umulig å oppnå negative realrenter når inflasjonen i utgangspunktet er nær null, siden den nominelle renten ikke kan bli lavere enn null. I perioder med lav inflasjon og lav økonomisk vekst kan det være riktig med negative realrenter.

I tillegg er det en tendens til at konsumprisindeksen overdriver den faktiske prisstigningen. Den viktigste kilden til målefeil er trolig at det er krevende å skille mellom endringer i kvalitet og pris på varer. Undersøkelser i andre land viser at konsumprisindeksen overvurderer den faktiske inflasjonen i størrelse $\frac{1}{2}$ - 1 prosent. Dermed kan lav inflasjon (målt ved konsumprisindeksen) faktisk innebære deflasjon. Deflasjon er et vedvarende fall i det generelle prisnivået. Deflasjon kan lett gå hånd i hånd med og forsterke nedgangstider i økonomien.² Dette gjør at det er like viktig å unngå for lav som for høy prisstigning.

¹ For en mer utførlig oversikt over kostnadene ved høy inflasjon, se for eksempel King (2002) og Qvigstad og Røisland (2000).

² Se Claussen og Hagelund (2003) for mer om kostnader ved deflasjon.

Internasjonalt blir derfor inflasjonsmålet som regel fastsatt til 2 eller 2½ prosent. Et mål for inflasjonen innebærer at en ved avvik fra målet søker å bringe inflasjonen tilbake til målet. Det er ikke slik at høy inflasjon ett år skal motsvares av lav inflasjon året etter.

Inflasjonsmålet springer ut fra en erkjennelse av at inflasjon over tid er et pengemessig fenomen: Over tid følger prisutviklingen utviklingen i pengemengden. I tillegg har det vist seg at pengepolitikken ikke varig kan redusere arbeidsledigheten. Etter at A. W. Phillips, som var professor ved London School of Economics, på 1950-tallet fant at det var en avtakende sammenheng mellom lønnsvekst og arbeidsledighet, trodde mange økonomer at en over tid kunne velge høy inflasjon og lav arbeidsledighet eller lavere inflasjon og høyere arbeidsledighet. Historiske erfaringer og økonomisk teori tilsier at det ikke finnes en slik sammenheng over tid. En kan ikke over tid få lavere arbeidsledighet i bytte mot økt inflasjon.³

I Norge har det vært fire perioder med virkelig høy inflasjon de siste 100 årene: Under de to verdenskrigene og Korea-krigen, samt en 15-års periode fra første halvdel av 1970-årene til andre halvdel av 1980-årene. I kjølvannet av den høye inflasjonen oppstod store realøkonomiske tap og finansiell ustabilitet. En rekke eksempler fra andre land bekrefter at når inflasjonen først er blitt høy, er det kostbart å bringe den ned. Det krever ofte en periode med høy arbeidsledighet.

Det er i dag bred internasjonal enighet om at den langsiktige velstandsutviklingen i et land avhenger av befolkningsvekst og av hvor effektivt landet er til å utnytte sin arbeidskraft og kapital, ikke av hvor raskt sentralbanken trykker penger.

7.3 Avveininger i pengepolitikken

Målet for den samlede økonomiske politikken i Norge er høyest mulig velferd for landets innbyggere. For å oppnå dette må en rekke delmål, som stabil økonomisk vekst, effektiv ressursutnyttelse, inntektsfordeling og prisstabilitet oppfylles. Bortsett fra prisstabilitet, kan ikke pengepolitikken på lang sikt påvirke disse delmålene direkte. Indirekte vil imidlertid pengepolitikken gjennom prisstabilitet legge grunnen for at de andre delmålene kan oppfylles. Prisstabilitet er således det beste bidraget pengepolitikken kan gi til målet om høyest mulig velferd for landets innbyggere.

På kortere sikt kan imidlertid pengepolitikken bidra til å jevne ut svingningene i produksjon og etterspørsel mer direkte. For gitte inflasjonsforventninger vil endringer i den nominelle renten slå ut i endret realrente. Det påvirker aktivitetsnivået direkte, men også indirekte via eventuelle endringer i valutakursen. (Kanalene for pengepolitikken er nærmere forklart i avsnitt 7.5.)

Det følger av mandatet for pengepolitikken at det i tillegg til å stabilisere inflasjonen er et formål å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Produksjonen

³ Se for eksempel Dornbusch, Fischer og Startz (2004).

beveger seg i bølger, men vokser over tid. Avviket mellom trenden og faktisk produksjon kalles produksjonsgapet. Å stabilisere utviklingen i produksjonen vil si å søke å holde den faktiske produksjonen nær trenden, dvs. å søke å holde produksjonsgapet nær null.

I mange tilfeller vil en renteendring bidra til å bringe både inflasjon og samlet etterspørsel i ønsket retning. Et uventet fall i samlet etterspørsel etter varer og tjenester vil for eksempel føre til at både prisstigningen, produksjonen og sysselsettingen avtar. Lavere rente vil da lede til at både etterspørsel og prisvekst tar seg opp igjen. Andre forstyrrelser kan imidlertid skape en konflikt mellom prisstabilitet og stabilitet i realøkonomien på kort sikt. For eksempel kan en stor lønnsøkning samtidig øke inflasjonen og svekke sysselsettingen. En strammere pengepolitikk vil da bidra til å få inflasjonen ned, men vil samtidig kunne redusere

Tekstboks 7.2: Fleksibel inflasjonsstyring

Avveiningen mellom pristabilitet og stabilitet i realøkonomien beskrives ofte i den teoretiske litteraturen som det å minimere en tapsfunksjon, hvor både variasjonen i produksjonsutviklingen og variasjonen i inflasjonen inngår. En enkel tapsfunksjon (for en periode) er følgende:

$$L = (\pi - \pi^*)^2 + \lambda y^2$$

I likningen angir π inflasjonen, π^* inflasjonsmålet og y produksjonsgapet. Avvikene inngår kvadratisk. Ulempen ved store avvik fra målene vurderes dermed som betydelig verre enn små avvik. Avveiningen mellom stabilitet i inflasjonen rundt inflasjonsmålet og stabil vekst i produksjonen kommer til uttrykk i parameteren λ .

I litteraturen omtales det pengepolitiske styringssystemet som fleksibel inflasjonsstyring dersom λ er større enn null, det vil si at både variasjon i produksjon og inflasjon vektlegges. Et strengt inflasjonsmål innebærer at λ er lik eller nær null.

Dette er en teoretisk beskrivelse av inflasjonsstyring. Få sentralbanker, om noen, har et presist forhold til en slik tapsfunksjon. Den teoretiske beskrivelsen fanger imidlertid i grove trekk opp tankegangen bak den mer praktiske gjennomføringen hos sentralbanker som har inflasjon som styringsmål.

Valg av horisont for pengepolitikken sier implisitt noe om sentralbankens tapsfunksjon. En sentralbank som legger stor vekt på inflasjonen og liten vekt på realøkonomien, vil velge en kort horisont. En sentralbank som legger stor vekt på realøkonomien, vil velge en lang horisont.⁴

⁴ Se for eksempel Svensson (1997) og Smets (2000).

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.

Pengepolitikken kan uansett ikke påvirke konsumprisveksten de nærmeste månedene i særlig grad. 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.⁵ En mer fleksibel tilnærming kan være å bruke noe lengre tid på å bringe inflasjonen tilbake til målet, såkalt fleksibel inflasjonsstyring (se tekstboks 7.2). Det vil gi mindre utslag i etterspørsel og produksjon enn streng inflasjonsstyring.

7.4 Gjennomføringen av pengepolitikken

Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel slik at både variasjon i produksjon og inflasjon tillegges vekt.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorisont, normalt 1-3 år. Den mer presise horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

Lav og stabil inflasjon er en nødvendig forutsetning for stabilitet i valuta- og finansmarkedene og i eiendomsmarkedene. Det finnes imidlertid også eksempler internasjonalt på at det har bygget seg opp bobler i form av sterk verdistigning i disse markedene mens inflasjonen har vært lav. Kraftig vekst i formuespriser og gjeldsoppygging kan være en risiko for den økonomiske stabiliteten. For å dempe denne risikoen vil det i enkelte situasjoner være riktig å bruke noe tid på å nå inflasjonsmålet. Dette forutsetter at det er tillit hos aktørene i finansmarkedene til at inflasjonen over tid vil være lav og stabil.

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 endres, eller når sterk uro i finansmarkedene eller en forhandlingsdrevet økning i kostnadene tyder på at tilliten til pengepolitikken står i fare.

⁵ Se for eksempel Svensson (2002). Dette er også drøftet i Olsen, Svendsen og Røisland (2003).

Norges Bank har ikke et bestemt mål for nivået på kronkursen. Vi har fritt vare- og tjenestebytte og frie kapitalbevegelser. Kronen flyter. Vi må vente at kronkursen vil svinge i verdi på linje med valutaen til andre små land med flytende valutakurs. Utviklingen i kronkursen har selvsagt likevel betydning når Norges Bank fastsetter renten:

- Endringer i kronkursen påvirker prisene målt i norske kroner på importerte konsumvarer og tjenester. Prisene på importvarer påvirker dessuten kostnadene i norsk produksjon.
- Kronens utvikling har betydning for inntjeningen, lønnsevnen, aktiviteten og sysselsettingen i de bedriftene som konkurrerer med utenlandske bedrifter, og for deres underleverandører i Norge. Det kan også påvirke bedriftenes beslutninger om investeringer og lokalisering.
- Det norske penge- og kapitalmarkedet er integrert i det internasjonale finansmarkedet. Kursendringer gir blant annet formuesgevinster og formuestap for norske husholdninger og bedrifter.

Norges Banks reaksjon på en endring i valutakursen vil avhenge av hvordan endringen ventes å påvirke inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen. Det krever en vurdering av årsaken til endringen og hvor varig den vil være. Kortsiktige svingninger i kronkursen vil trolig i liten grad påvirke den økonomiske utviklingen, mens varige endringer kan få betydning. Det er imidlertid vanskelig å fastslå om kursbevegelser er permanente eller midlertidige.⁶

7.5 Virkemidlene i pengepolitikken og transmisjonsmekanismen

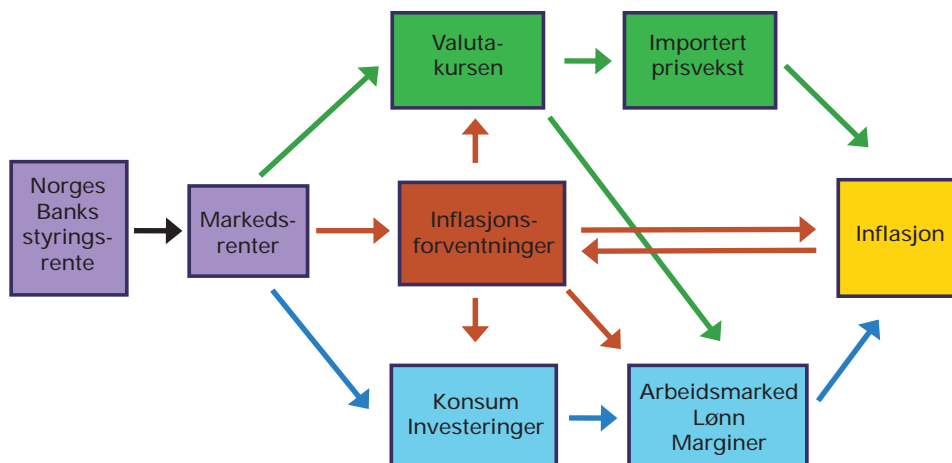
Pengepolitikken påvirker økonomien gjennom flere kanaler. Et samlebegrep for disse er *transmisjonsmekanismen for pengepolitikken*.

Norges Banks viktigste virkemiddel er renten på bankenes innskudd i Norges Bank (foliorenten), også kalt styringsrenten. Styringsrenten påvirker de kortsiktige pengemarkedsrentene, og forventningene om den fremtidige utviklingen i styringsrenten er avgjørende for bankenes innskudds- og utlånsrenter og for renten i obligasjonsmarkedet. (Virkingen av styringsrenten på markedsrentene og Norges Banks likviditetspolitikk er nærmere beskrevet i kapittel 4.)

I tillegg til å endre renten kan sentralbanken kjøpe eller selge kroner (intervenere) i valutamarkedet. Valutaintervensjoner er ikke egnet til å påvirke kronkursen over lengre tid. Norges Bank har beredskap for å kunne intervenere i valutamarkedet, men vil normalt ikke bruke intervensjoner.

⁶ Se for eksempel Eitheim og Gulbrandsen (2003) for mer om dette.

Figur 7.1 Hvordan virker renteendringer?



Figur 7.1 viser hvordan en endring i Norges Banks styringsrente virker gjennom flere kanaler. Nedenfor forklares kanalene for virkningene av en rentesenkning. (Virkningene av økte renter er omvendt):

Etterspørselskanalen

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 interesserte 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.

Valutakurskanalen

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 dyrere, og inflasjonen tiltar. I tillegg fører en svakere krone til økt eksport og bedre lønnsomhet i norsk næringsliv. Virkningen av renten på kronekursen vil variere med skiftende temaer og stemninger i valutamarkedet.

Forventningskanalen

Forventninger spiller en viktig rolle når priser og lønninger settes. Særlig 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. Tillit til inflasjonsmålet kan gi et ankerfeste for forventningene. Inflasjonen i tidligere perioder kan også prege forventningene om inflasjonen fremover.

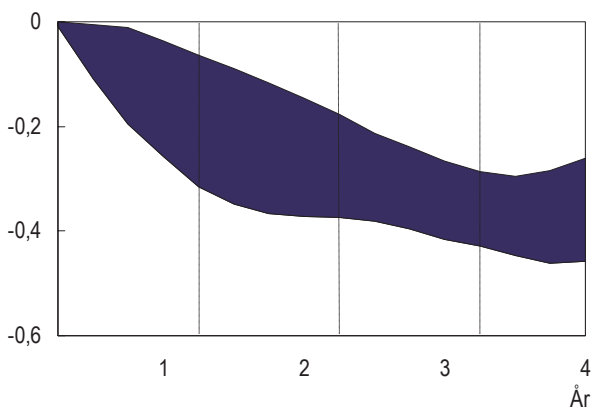
Er det tillit til pengepolitikken, vil forventet prisvekst være lik eller nær inflasjonsmålet. Dette bidrar til å stabilisere inflasjonen rundt målet. Forventningskanalen bidrar således til å forsterke virkningene av pengepolitikken. Derfor legger Norges

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.

Virkningen 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 virke, vil også andre forhold slå ut i endringer i inflasjon og produksjon. De ulike sammenhengene er ikke helt stabile over tid.

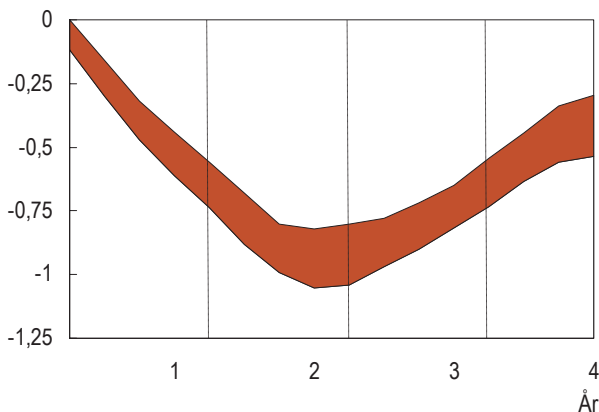
Figur 7.2 og 7.3 oppsummerer virkningen på inflasjonen og BNP av en renteendring. At anslagene er usikre, gjenspeiles i at virkningene er gitt ved et intervall og ikke en enkel kurve. Beregningene er nærmere dokumentert i Inflasjonsrapport 4/2000. Beregningene viser at en renteøkning på ett prosentpoeng som varer ved i to år bidrar til å redusere samlet nivå på BNP for Fastlands-Norge med $\frac{3}{4}$ –1 prosent etter to år. Deretter reverseres virkningen. Inflasjonstakten dempes med 0,20–0,35 prosentpoeng etter to år og 0,30–0,40 prosentpoeng etter tre år. Utslaget blir størst når en legger til grunn at kronkursen styrkes som følge av renteøkningen. Anslagene gjelder i utgangspunktet for mindre endringer i renten. Kraftige renteendringer vil kunne gi andre utslag enn det som fremkommer her.

Figur 7.2 Virkninger av økt rente med 1 prosentpoeng i to år. Prosentvis endring i konsumprisveksten



Kilde: Norges Bank. Inflasjonsrapport 4/2000

Figur 7.3 Virkninger av økt rente med 1 prosentpoeng i to år. Prosent endring i BNP for Fastlands-Norge



Kilde: Norges Bank. Inflasjonsrapport 4/2000

7.6 Beslutningsgrunnlaget

Norges Bank analyserer utsiktene for inflasjonen i inflasjonsrapportene. Disse blir offentliggjort tre ganger i året. Hovedstyret blir presentert for og drøfter hovedlinjene i inflasjonsrapporten før den publiseres. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den pengepolitiske strategien fram til neste inflasjonsrapport. Vurderingene blir nedfelt i et eget strateginotat som vedtas av hovedstyret. Siste del av strateginotatet, som omfatter hovedstyrets pengepolitiske vurderinger og strategi for de neste 4 månedene, inngår i kapittel 5 i inflasjonsrapporten.⁷

Anslagene og analysene i inflasjonsrapporten og strateginotatet danner sammen med den løpende vurderingen av pris- og kostnadsutsiktene, realøkonomien og forholdene i penge- og valutamarkedene, et grunnlag for beslutninger om renten.

De økonomiske utsiktene vil alltid være usikre. Norges Bank må derfor utøve faglig skjønn i rentesettingen. Som veiledning i utøvelsen av dette skjønnet benytter Norges Bank økonomiske modeller. Disse består av en eller flere likninger som beskriver sammenhengene i økonomien. Modellene forener og ivaretar empirisk og teoretisk kunnskap om sammenhengene i økonomien. De bidrar til en konsistent analyse av samspillet mellom ulike økonomiske størrelser.

Alle modeller er forenklinger av virkeligheten. Det er derfor ingen økonomisk modell som gir en eksakt beskrivelse av de faktiske sammenhenger i økonomien. I tillegg vil samvirket mellom økonomiske størrelser kunne endre seg over tid. De publiserte anslagene i inflasjonsrapporten gir uttrykk for en samlet vurdering, både av en skjønnsmessig art og av resultatene fra ulike modeller. Internasjonalt er det også vanlig at sentralbanker bruker flere modeller og tilnæringsmåter når de lager prognoser og analyserer pengepolitikken.

God tilgang til data som beskriver den økonomiske utviklingen, er avgjørende for prognosene. Spesielt er det viktig med et godt bilde av økonomiens tilstand i øyeblikket renten settes. I tillegg til å følge et bredt spekter av økonomiske dataserier legges det særlig vekt på å finne fram til dataserier som har særskilt gode egenskaper som konjunkturindikatorer. Slike gode egenskaper krever blant annet at tallene kommer tidlig, ikke revideres vesentlig og gir et godt bilde av konjunkturtilstanden. Det vil være en fordel om slike dataserier kan gi informasjon om utviklingen fremover (ledende indikator) og publiseres med et minst mulig tidsetterslep. Erfaringsmessig kan for eksempel tall for lønnsutviklingen, ledigheten og kredittveksten gi gode holdepunkter for en slik tilstandsvurdering. I tillegg har Norges Bank utviklet et regionalt nettverk som samler løpende informasjon. I løpet av året intervjues rundt 1200 foretak og offentlige virksomheter om produksjons- og prisutvikling, investerings- og sysselsettingsplaner. Rapportene fra det regionale nettverket er en viktig del av beslutningsunderlaget.

⁷ Strateginotatets første del oppsummer kapittel 1–4 i inflasjonsrapporten. I perioden 5.3.2003–1.7.2004 ble hele strateginotatet offentliggjort som vedlegg til inflasjonsrapporten og på Norges Banks internetsider ved utgangen av strategiperioden.

Enhver prognose er beheftet med usikkerhet. I inflasjonsrapportene diskuteres usikkerheten i anslagene eksplisitt. Det gjøres rede for hvilke størrelser som vurderes som spesielt usikre, i hvilken retning usikkerheten trekker, og på hvilken måte en annen utvikling kan påvirke prisanslaget. Etterprøving av anslagene er en viktig del av arbeidet. I Norges Banks kvartalsskrift Penger og Kreditt publiseres hvert år en artikkel som i detalj analyserer anslag og utfall for de viktigste økonomiske størrelsene.

7.7 Rentesettingen

Norges Banks hovedstyre fastsetter styringsrenten. Hovedstyret oppnevnes av Kongen i statsråd og består av fem medlemmer som har sitt daglige virke utenfor banken, samt sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen. Hovedstyret er et kollegium, og medlemmene står samlet ansvarlig for bankens beslutninger.

Hovedstyret møtes hver tredje uke. På annethvert møte – hver sjette uke – drøfter hovedstyret pengepolitikken. Eventuelle vedtak om renteendringer eller andre viktige omlegginger i virkemiddelbruken i pengepolitikken vil normalt bli truffet i disse møtene (rentemøte). På de øvrige møtene gis en kort oppdatering av den økonomiske utviklingen. Strateginotatet og analysene i inflasjonsrapporten er utgangspunktet for hovedstyrets drøfting. Ytterligere vurderinger av prisutsiktene og forholdene i penge- og valutamarkedene blir lagt fram og drøftet i forbindelse med rentemøtene. Finansministeren blir i et eget møte gjort kjent med Norges Banks vurderinger. Kalenderen for rentemøtene er offentlig.

Internasjonalt er det store forskjeller mellom beslutningssystemene for pengepolitikken i ulike sentralbanker med inflasjonsmål. I de fleste tilfellene fattes de pengepolitiske beslutningene av en komite. I noen tilfeller har komiteen medlemmer som har sitt daglige virke utenfor sentralbanken. Stemmeregler internt i komiteen samt kvalifikasjonskrav for komitémedlemmene varierer også.⁸

7.8 Kommunikasjon, rapportering og evaluering

Etter sentralbanklovens paragraf 3 skal Norges Bank informere offentligheten om penge-, kreditt- og valutaforholdene og om de vurderingene som har vært grunnlaget for beslutninger som gjelder utøvelsen av pengepolitikken. Ifølge forskriften om pengepolitikken paragraf 2 skal Norges Bank jevnlig offentliggjøre de vurderingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken. Dette omtales fyldig i Norges Banks årsberetning. Årsberetningen blir sendt til Finansdepartementet, forelagt Kongen i statsråd og meddelt Stortinget i Regjeringens kredittmelding. Sentralbanksjefen redegjør for pengepolitikken i en årlig åpen høring i Stortingets finanskomite. Banken vurderer også gjennomføringen av pengepolitikken i inflasjonsrapportene, artikler, taler og foredrag.

⁸ Se vedlegg til høringsnotat om endringer i sentralbankloven og opphevelse av valutaloven og penge- og kredittreguleringsloven (Norges Banks brev av 11. februar 2003 til Finansdepartementet) for en oversikt over beslutningssystemene for pengepolitikken i land med inflasjonsmål.

Bankens forståelse av forskriften og konsekvensene for gjennomføringen av pengepolitikken er som nevnt over beskrevet i brev til Finansdepartementet (27. mars 2001), og også i senere foredrag og avisartikler av sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen.

Rentebeslutninger og begrunnelsen for disse offentliggjøres i en pressemelding etter rentemøtene på et tidspunkt som er gjort kjent på forhånd. Etter rentemøtet holdes en pressekonferanse der sentralbanksjefen eller visesentralbanksjefen gjør nærmere rede for hovedstyrets rentebeslutning. Det gjelder også om renten ikke blir endret. På internettsidene overføres også bilde og lyd fra pressekonferansen direkte.

Norges Banks løpende vurderinger av den økonomiske utviklingen og grunnlaget for beslutningene om renten legges fram for offentligheten i inflasjonsrapportene, pressemelding i forbindelse med rentemøtene og i en figurpakke som danner grunnlag for sentralbankledelsens presentasjon i rentemøtet. I tillegg holder ledelsen i Norges Bank en rekke foredrag. 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 foredragene ut på Norges Banks internettsider samtidig som de blir holdt.

Utviklingen i inflasjonen, justert for enkelte midlertidige forhold, gir et utgangspunkt for å vurdere rentesettingen. Det er her av betydning at det operative målet for pengepolitikken er en vekst i konsumprisene over tid på 2½ prosent, og ikke en slik inflasjon til enhver tid. Det må samtidig tas hensyn til den treffsikkerheten som det er realistisk å stille i utsikt for pengepolitikken. Da Norges Bank uttalte seg om det pengepolitiske mandatet i brevet til Finansdepartementet 27. mars 2001, skrev banken 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 usikkerhet knyttet til den økonomiske utviklingen og prisstigningen. Erfaringene med usikkerhet i inflasjonsanslag kan tilsi at når pengepolitikken innrettes mot å nå målet på 2½ prosent, vil inflasjonen i rundt 80 prosent av tiden holde seg innenfor et intervall på +/- 1 prosentpoeng rundt målet. En slik treffsikkerhet samsvarer med erfaringene fra andre land med inflasjonsstyring. Disse anslagene bygger imidlertid på erfaringer i en periode som var preget av lav og stabil inflasjon i OECD-landene. I perioder med svært høy inflasjon ute og perioder med inflasjon rundt null eller negativ inflasjon vil det trolig være større usikkerhet knyttet til anslagene.

Tekstboks 7.3: Pengepolitiske regimer i Norge etter 1816

En politikk rettet mot stabile valutakurser var i lang tid en tradisjon i Norge. I praksis ble dette gjort i forhold til sølv, gull, enkeltvalutaer eller i forhold til et gjennomsnitt av flere valutaer. Periodene med flytende valutakurs i Norge har tradisjonelt kommet etter sammenbrudd av ulike fastkursystemer.

Under unionstiden med Danmark gikk Norge gjennom en langvarig periode med høy inflasjon. I 1816 ble Norges Bank etablert og speciedaleren innført som en ny norsk pengeenhet. Speciedaleren var ment å skulle ha en fast sølvverdi. Det ble bygd opp et sølvfond som skulle virke som garanti for de sedlene Norges Bank utstedte. Fra starten fløt speciedaleren fritt. Fra 1823 ble den styrt mot parikurs gjennom en innløsningsrett overfor sølv. Innløsningskursen nærmet seg gradvis den vedtatte paritetsverdien. I 1842 ble sølvstandard etablert. Sølvstandard var ikke et allment omforent internasjonalt fastkurssystem.⁹ Et slikt system ble først etablert i 1870-årene. Norge gikk over fra sølvstandard til gullstandard i 1874. Året etter gikk Norge inn i den skandinaviske myntunionen, som innebar kroner som pengeenhet. Med gullstandard ble kronen knyttet til andre valutaer gjennom Norges Banks plikt til å veksle inn gull til en fast kurs. Sentralbanken hadde et lager av gull som ble brukt til å stabilisere gullprisen i kroner ved aktivt kjøp og salg av gull i markedet. Andre land hadde allerede, eller fikk etter hvert, samme ordning. Da den store depresjonen gjorde sitt inntog i 1931, suspenderte og avvirket de fleste land innløsningsretten. Gullstandard ble da avløst av en toårig periode med flytende kurs før kronen ble knyttet til britiske pund fram til 1939 og dollar fram til andre verdenskrig. Under krigen gjaldt spesielle forhold.

Etter dette ble valutakursen i en lang periode hovedsakelig fastsatt gjennom ulike internasjonale avtaler. Blant disse var Bretton Woods-avtalen (1946–71), Smithsonian-avtalen (1971–73) og det europeiske slangesamarbeidet (1972–78). Bretton Woods-systemet¹⁰ etter andre verdenskrig innebar at en rekke lands valutaer var knyttet til den amerikanske dollaren, som igjen var knyttet til gull. Det innebar at amerikansk pengepolitikk fungerte som nominelt anker og i stor grad styrte rente- og inflasjonsutviklingen i verden. Det ble etter hvert vanskelig for USA å holde verdien av dollar fast i forhold til gull, blant annet som følge av høy inflasjon og store underskudd på driftsbalansen i forbindelse med Vietnam-krigen.

⁹ De skandinaviske landene, Tyskland og Frankrike hadde sølvstandard. En rekke land, deriblant Storbritannia, hadde gullstandard. Noen land hadde en kombinasjon av gull- og sølvstandard.

¹⁰ Avtalen ble utferdiget i den amerikanske byen Bretton Woods i 1944. Den initiale sentralverdien innebar en dollarkurs på 4,03 kroner. Maksimalt avvik mellom valutakursene var 1 prosent. Sentralverdien mot dollar ble justert til 7,14 kroner i 1949.

Etter sammenbruddet av Bretton Woods-avtalen i 1971 fløt kronen i noen måneder, før deretter igjen å bli knyttet til fastkursavtaler: Fra samme år ble Norge med i Smithsonian-avtalen, som var Bretton Woods-avtalens arvtaker. Avtalen innebar nye pariteter mellom deltakervalutaene og nye svingningsmarginer. Gulletts rolle som ankerpunkt ble fjernet. Forskjellig underliggende økonomisk utvikling i deltakerlandene gjorde det imidlertid etter hvert vanskelig å opprettholde paritetene.

EF-landene etablerte et eget valutasamarbeid i 1972, det såkalte europeiske slangesamarbeidet, som Norge også sluttet seg til. Det første året ble slangen og Smithsonian-avtalen kombinert. Denne kombinasjonen ble kalt «slangen i tunnelen», fordi svingningsmarginene mellom EF-landenes valutaer var smalere enn svingningsmarginen mot dollar. Smithsonian-avtalens fastkurssystem brøt sammen året etter. Etter dette ble de tre hovedvalutaene – amerikanske dollar, japanske yen og tyske mark – flytende. De europeiske landene fortsatte sitt slangesamarbeid, men uten referanse til dollar. Kronen ble devaluert flere ganger innenfor «slangen», og i 1978 forlot Norge dette systemet.

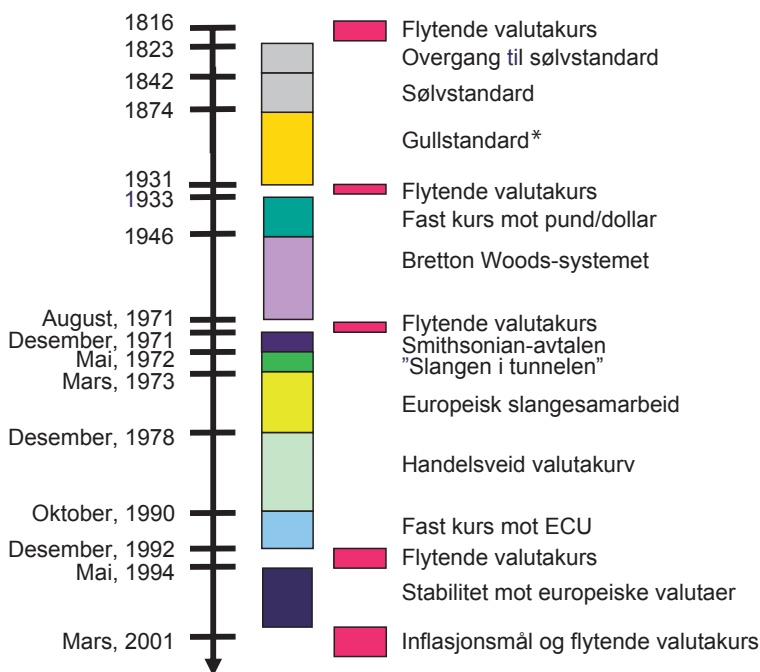
Etter dette ble kronekursen fastsatt gjennom ulike varianter av en ensidig erklært fast valutakurs. I 1978 ble en ensidig handelsveid valutakurv etablert, og kronen knyttet til denne. Hensikten var å redusere sårbarheten overfor devalueringer i andre land. Kronen ble senere devaluert flere ganger, blant annet ved justering av vektene i kursindeksen. I 1990 ble kronen knyttet til ECU. Regjeringen ønsket å knytte kronen tettere opp mot det europeiske valutasamarbeidet (EMS).

Høsten 1992 ble imidlertid presset mot kronen og de andre EMS-valutaene så sterkt at det ble vanskelig å holde de faste kursene.¹¹ Fastkurssamarbeidet brøt sammen, og i likhet med valutakursene i flere av våre naboland falt kronekursen kraftig. Etter dette fløt kronen fram til 1994. Fra 1994 til 2001 var siktemålet stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer, i praksis i forhold til ECU og senere euro, men uten fastsatte svingningsmarginer. Pengepolitikken ble lagt opp med dette som målsetting.

Siden begynnelsen av 1990-tallet har en rekke land innført et inflasjonsmål for pengepolitikken. I Norge fastsatte regjeringen nye retningslinjer for pengepolitikken i mars 2001. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Pengepolitikken skal samtidig bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

¹¹ For en nærmere omtale av denne og andre internasjonale valuta- og finanskriser på 1990-tallet, se Stæhr og Brunvatne (2002).

Pengepolitiske regimer i Norge etter 1816



* Gullinnløsningen var suspendert fra august 1914 til mars 1916 og igjen fra mars 1920 til mai 1928 (paripolitikk-perioden)

Litteratur:

- Bergo, Jarle (2003): Rentens rolle i økonomien, Foredrag for Aon Grieg Investors, Zürich, 19. oktober 2003
- Mestad, Viking (2002): Frå fot til feste – norsk valutarett og valutapolitikk 1873–2001, *Norges Banks skriftserie* nr. 30/2002
- Norges Bank (1994): *Festskrift til Hermod Skånland*, vedlegg om valutakursregimer s. 265–271. Oslo, Aschehoug
- Norges Banks nettsider om «historie»: <http://www.norges-bank.no/om_nb/historikk.html>
- Klovland, Jan Tore (2004): «Historical exchange rate data 1819–2003», i *Norges Bank Occasional Papers* No. 35: Øyvind Eitrheim, Jan T. Klovland og Jan F. Qvigstad (red.): *Historical Monetary Statistics for Norway 1819–2003*
- Norges Bank (1995): Norske finansmarkeder, norsk penge- og valutapolitikk, *Norges Banks skriftserie* nr. 23, s. 33–52
- Stæhr og Brunvatne (2002): «Internasjonal smitte av finanskriser – en oversikt over teori og erfaringer fra 1990-tallet», *Norsk Økonomisk Tidsskrift* 116, s. 47–68
- Qvigstad, Jan F. og Arent Skjæveland (1994): «Valutakursregimer – historiske erfaringer og fremtidige utfordringer» med vedlegg «Justeringer av kursordningen for den norske kronen» utarbeidet av Ragna Alstadheim, i *Stabilitet og langsiktighet. Festskrift til Hermod Skånland*. Aschehoug/Norges Bank, s. 235–271

Referanser

- Claussen, Carl Andreas og Kåre Hagelund (2003): «Deflasjon?», *Penger og Kreditt* nr. 2/2003 s. 88–95, Norges Bank
- Dornbusch, Rudiger, Stanley Fischer og Richard Startz (2004): *Macroeconomics*, ninth edition, McGraw-Hill
- Eitrheim, Øyvind og Kristin Gulbrandsen (red.) (2003): Hvilke faktorer kan forklare utviklingen i valutakursen?, *Norges Banks skriftserie* 31. Norges Bank
- King, Mervin (2002): «The inflation target ten years on», tale avholdt ved London School of Economics den 19. november 2002. Talen finnes bl.a. på <<http://www.bankofengland.co.uk>>
- Olsen, Kjetil, Ingvild Svendsen og Øistein Røisland (2003): «Avveininger i pengepolitikken», *Penger og Kreditt* nr. 1/2004 s. 24–25, Norges Bank
- Smets, Frank (2000): «What horizon for price stability?», *ECB Working Paper* No. 24
- Svensson, Lars E. O. (1997): Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets, *European Economic Review* 41
- Svensson, Lars E. O. (2002): «Monetary Policy and Real Stabilization», i *Rethinking Stabilisation Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City
- Qvigstad, Jan F. og Øistein Røisland (2000): *Perspektiver på pengepolitikken*, Gyldendal