

Nr. 30 | 2012

Staff Memo

Norges Banks 200-års jubileumsprosjekt

Fra fast valutakurs til inflasjonsmål

Et dokumentasjonsnotat om Norges Bank og
pengepolitikken 1992-2001

Christoffer Kleivset

Staff Memo

Fra fast valutakurs til inflasjonsmål

Et dokumentasjonsnotat om Norges Bank og pengepolitikken 1992-2001

Christoffer Kleivset

Forord

Perioden mellom desember 1992 og mars 2001 var en brytningstid for norsk pengepolitikk. I disse årene gikk norske myndigheter bort fra det tradisjonelle målet om å opprettholde en fast valutakurs og over til et flytende valutakurssystem med et mål om å styre mot lav og stabil inflasjon. I dette notatet dokumenteres Norges Banks rolle i denne prosessen.

Innenfor Norges Banks 2016-prosjekt blir det utarbeidet flere dokumentasjonsnotater for utvalgte områder og endringsprosesser knyttet til bankens virksomhet. Banken har engasjert flere nåværende og tidligere ansatte til dette formål. Det er spesielt i forhold til nyere tids endringsprosesser hvor kildematerialet i liten grad er nøyaktig katalogisert at det blir ansett som nyttig å involvere folk med nær kjennskap til de ulike temaene. I denne type notater er det et mål å unngå at forfatterne skriver ”sin egen historie”. Hovedhensikten med dokumentasjonsnotatene er at de skal fungere som en veiledning for historikere i møte med bankens arkivmateriale. Dokumentasjon av faktiske hendelser er derfor viktigere enn analyse av historien.¹

Initiativet til å utarbeide dette notatet ble tatt av visesentralbanksjef Jan F. Qvigstad. Qvigstad var en sentral aktør i prosessen som blir dokumentert i notatet. Både Qvigstad og historikeren Einar Lie har veiledet forfatteren underveis i skrivearbeidet.

Det må presiseres at fokus i dette notatet ligger på *Norges Banks rolle* i overgangsperioden fra fast valutakurs til inflasjonsmål. Historikere som tar sikte på å avdekke den fulle historien om pengepolitikken i Norge mellom 1992 og 2001 må også ha tilgang til materiale fra andre institusjoner som var sentrale, som Regjeringen, Finansdepartementet og organisasjoner som LO og NHO.

Oslo, 28. november 2012

Christoffer Kleivset

¹ All bakgrunnsinformasjon som benyttes i disse notatene – foredrag, korrespondanse, interne artikler, offentlig dokumenter, referat fra samtaler og lignende – er kopiert og samlet i egne ringpermer i Norges Banks arkiv.

Innholdsfortegnelse

1. Norsk valutakurspolitikk fra andre verdenskrig til desember 1992

For å skissere et bakteppe redegjør jeg først for en del relevante hendelser og utviklingstrekk i perioden fra andre verdenskrig frem til Norge ble tvunget til å gi opp fastkursmålet 10. desember 1992.

2. De første månedene med flytende valutakurs

Del 2 dokumenterer Norges Banks analyser i perioden fra desember 1992 til sommeren 1993, hvor økonomene i sentralbanken fortsatt tenkte innenfor rammene av et fastkursregime.

3. Nyorientering i Norges Bank

Fra høsten 1993 begynte sentrale personer i Norges Bank å nyorientere seg i spørsmålet om styringsmål for pengepolitikken. Dette var med å bidra til at norske myndigheter i mai 1994 valgte å etablere et nytt og mer fleksibelt valutakursmål. Notatet peker ut de sentrale aktører og møteplasser i diskusjonene rundt dette.

4. Stabil valutakurs vs stabil realøkonomisk utvikling

Fra 1996 oppstod det spenninger med henhold til å sette renten ut fra å stabilisere valutakursen og hensynet til å stabilisere norsk økonomi og prisutvikling. I Norges Bank ble det samtidig arbeidet med å konkretisere hvordan et system med inflasjonsstyring skulle operasjonaliseres. Banken bidro også med å dele sin nyervervede kunnskap om flytende valutakurs med andre deler av det norske samfunnet, særlig det akademiske miljøet. Notatet beskriver sentralbankens strategi og dokumenterer en del viktige hendelser knyttet til dette.

5. Valutauroen høsten 1998

Fra august 1998 begynte Norges Bank å ta større hensyn til prisutviklingen enn til kursstabilitet i rentesettingen. Notatet redegjør for diskusjonene rundt dette i hovedstyret og mellom sentralbanken og Finansdepartementet høsten 1998.

6. Fra reell til formell inflasjonsstyring

Svein Gjedrems tiltredelse som sentralbankssjef ved årsskiftet 1998/99 og hans uttalelser i forbindelse med dette og ved årstalen halvannen måned senere, viste at overgangen fra fastkursregime til inflasjonsmål var en realitet. To år senere, i mars 2001, ble inflasjonsmålet formalisert.² Også denne utviklingen vil bli dokumentert i notatet.

² Systemet med fleksibel inflasjonsstyring har utviklet seg gradvis fra mars i 2001 og frem til i dag. De viktigste endringene, og hvordan de kom i stand, blir dokumentert i et senere notat.

1. Norsk fastkurspolitikk frem til desember 1992

Norske myndigheter har tradisjonelt innrettet den økonomiske politikken rundt en eller annen form for fast valutakurs.³ Etter andre verdenskrig ble dette oppnådd innefor det internasjonale Bretton Woods-samarbeidet, hvor amerikanske dollar fungerte som inflasjonsanker. Etterkrigstidens internasjonale fastkurssamarbeid fant sted i en periode hvor konjunktur- og prisutviklingen mellom deltakerlandene var forholdsvis synkron. Samtidig bygde kurssamarbeidets stabilitet på en omfattende kontroll med kapitalbevegelsene. Da systemet brøt sammen på begynnelsen av 1970-tallet, valgte norske myndigheter å delta i fastkurssamarbeidet i EF, der vest-tyske mark hadde ankerrollen. Sprikende økonomisk utvikling i etterkant av oljekrisen i 1973 bidro imidlertid til at norsk økonomi ikke klarte å oppnå tyskernes lave prisstigning. Etter å ha devaluert kronen fire ganger for å vinne tilbake tapt konkurranseevne valgte norske myndigheter i desember 1978 å trekke seg fra samarbeidet. I stedet søkte Norge å holde en fast valutakurs mot en indeks basert på valutaene til Norges viktigste handelspartnere.

Norske myndigheter lyktes imidlertid ikke med å følge handelspartnernes inflasjonsnivå utover 1980-tallet. Det ble gjort flere små devalueringer og ”tekniske justeringer” av kronen for å kompensere for dette. Myndighetenes reaksjonsmønster ble etter hvert innarbeidet i partenes forventninger og virket i seg selv til å opprettholde prisstigningen. Etter hvert erkjente norske myndigheter at kostnadene som fulgte av et inflatorisk klima ble for høye. Etter en stor devaluering i mai 1986, utløst av et fall i oljeprisen, strammet norske myndigheter til kurspolitikken igjen.⁴ En fast valutakurs som styringsmål i den økonomiske politikken skulle på nytt være fast og ikke kunne justeres. Dette skulle bidra til å senke prisstigningen og legge til rette for et lavere rentenivå.

Omfattende kontroll med kapitalbevegelsene hadde i etterkrigstiden gjort fastkursstyring enklere. Valutakontrollen hadde i tillegg muliggjort en nasjonalt orientert rente- og kredittpolitikk i Norge. I dette systemet ble rentenivået fastsatt politisk-administrativt. På

³ Det er flere som har lest utkast til dette notatet og kommet med merknader og forslag til forbedringer. Takk til Krister Andersson, Sigbjørn Atle Berg, Jarle Berge, Harald Bøhn, Øyvind Eitrheim, Svein Gjedrem, Amund Holmsen, Jan Tore Klovland, Torstein Moland, Jon Nicolaisen, Arent Skjæveland, Helle Snellingen (spesielt for å ha oversatt teksten til engelsk, men også for å ha bidratt til å gjøre den norske teksten bedre), Kjell Storvik, Lars Svensson, Bent Vale og Birger Vikøren. Gjenstående feil og mangler står forfatteren ansvarlig for.

⁴ Se Kleivset 2011 for en studie av norsk valutakurspolitikk 1971-1986.

1970- og 80-tallet kom imidlertid systemet kommet under press.⁵ Fokuset på en fast og uforanderlig valutakurs fra 1986 førte til at renteendringer ikke lenger kunne være en politisk avgjørelse.

Som hovedregel var det sentralbanksjefen som tok beslutningene når det ble vurdert nødvendig å endre rentene for å støtte opp om valutakursen. Før avgjørelsen ble tatt skulle den forelegges Finansdepartementet.⁶ Det var likevel stor grad av automatikk i renteavgjørelsene så lenge man opererte med trange svingningsmarginer. Hjemmelen for at sentralbanksjefen tok rentebeslutningen lå i Norges Banks hovedstyres generalfullmakt. Hovedstyret var dermed ikke involvert i de løpende pengepolitiske beslutningene. Styret beskjefteget seg hovedsakelig med overordnede økonomisk-politiske spørsmål, ofte ved å behandle ulike typer høringsuttalelser.

Også i sentralbankens kommunikasjon om innrettingen av pengepolitikken var det et skille mellom sentralbanksjefen og Hovedstyret. Sentralbanksjefen kunne uttale seg nokså frimodig, både i media og i de årlige talene til bankens representantskap. Når Norges Banks hovedstyre uttalte seg om noe, hovedsakelig i brev form oversendt Finansdepartementet, var det sjelden med forslag som brøt mye med regjeringens politikk.

Norske myndigheter lyktes i å holde en fast valutakurs mot handelspartnerne fra 1986 og ut tiåret. I 1990 valgte man å knytte kronen til EFs kurssamarbeid igjen, innenfor rammene av valutakursmekanismen, ERM, i det europeiske monetære system, EMS. Norges retur til EFs kurssamarbeid, som denne gang var en unilateral tilslutning, uten den intervensjonsstøtte som ville fulgt av EF-medlemskap, hadde sammenheng med den nye givne europeisk integrasjon fikk som følge av murens fall og samlingen av Tyskland. En rekke land knyttet seg til EFs valutakurssamarbeid i 1990. Samlingen av de to tyske statene skapte imidlertid et etterspørselssjokk som ble møtt med økte renter fra den tyske sentralbanken. Dette passet dårlig for mange av de andre EMS-assosierte landene, som hadde en konjunkturutvikling som talte for lave renter. Da aktørene i valutamarkedet oppdaget dette, oppsto det et veldig press mot valutaer som ble oppfattet som sårbare for devaluering. Dette hadde også sammenheng med at det hadde foregått en ytterligere avregulering av kontrollen med kapitalbevegelesene.

⁵ For dokumentasjon av overgangen fra regulerings- til markeds løsninger i penge-, kreditt- og valutapolitikken i perioden 1965-1990, se Berg, Bøhn og Kleivset 2012.

⁶ Se Hermod Skånland "Den penge- og valutapolitiske styring" i *Penger og kreditt*, 1987 (3).

Den teknologiske utviklingen hadde i tillegg gitt lavere transaksjonskostnader som medførte større kortsiktige kapitalstrømmer.⁷ Resultatet ble at flere av landene i løpet av sommeren og høsten 1992 måtte suspendere sine fastkurser og la valutaene sine flyte. Også den norske kronen ble offer for markedspress. Norske myndigheter forsøkte å møte dette med intervensjonskjøp og kraftige rentehevinger. Den 10. desember 1992 måtte man gi opp, og kronen fløt.

Som følge av EMS-krisen høsten 1992 kom myndighetene i en rekke land til å bytte styringsmål i pengepolitikken, fra fokus på fast valutakurs til et system med flytende valutakurs. Uten å definere et annet mellommål, som for eksempel pengemengde, ble renten satt med sikte på prisstabilitet, definert som lav og stabil inflasjon. Enkelte land utenfor Europa hadde allerede etablert et slikt regime før 1992. New Zealand var først ute i 1989, og Canada fulgte etter i 1991. Disse landene ble forbilder for blant annet Storbritannia og Sverige, som etablerte inflasjonsstyringsregime i henholdsvis 1992 og 1993.

Hos norske beslutningstakere kom forestillingen om en fast valutakurs som et anker for økonomien til å stå sterkt også etter valutauroen høsten 1992. Dette hadde sammenheng med den arbeidsdelingen man hadde i norsk økonomisk politikk. Svein Gjedrem forklarte dette slik i sin første årstale som sentralbanksjef, 18. februar 1999:

I New Zealand og Australia og mange andre land er pengepolitikken innrettet direkte med sikte på prisstabilitet, og landene lar valutakursen svinge på kort sikt. Det betyr at pengepolitikken får et hovedansvar for utviklingen i prisnivået, mens finanspolitikken i større grad er innrettet mot langsiktighet i statsfinansene.

[...] Mange land sliter med sine statsfinanser. Etter flere år med store underskudd i statsbudsjettene legger renteutgiftene beslag på en vesentlig del av skatteinntektene. Det begrenser statenes muligheter til å løse offentlige oppgaver. Hovedutfordringen for budsjettpolitikken blir å fjerne underskuddene og redusere statsgjelden og renteutgiftene.

I Norge har det vært større handlefrihet i budsjettpolitikken. Den er ikke ensidig blitt rettet inn mot langsiktig balanse. Dermed ble det også etablert en annen arbeidsdeling i den økonomiske politikken. Når målet for pengepolitikken er å holde valutakursen stabil, får budsjettpolitikken et viktig ansvar for å stabilisere økonomien.

⁷ Ragna Alstadheim, "Valutamarked og valutapolitikk" i "Norske finansmarkeder, norsk penge- og valutapolitikk", *Norges Banks skriftserie* nr 23, 1995: 36.

I Norge spilte inntektspolitikk en viktig rolle. Dette var i liten grad tilfelle i andre land. Svein Gjedrem omtaler dette i sin første årstale:

Vi kan ikke forklare den høye lønnsveksten med svakheter i lønns- og inntektsdannelsen. Tvert om, det er ikke minst den fleksible lønns- og inntektsdannelsen som har bidratt til at sysselsettingen i Norge og arbeidsledigheten er lav. I perioder med sterkt press i arbeidsmarkedet, særlig i årene 1974-76 og 1986-87 og i fjor, stiger lønnsveksten kraftig. Slike perioder blir regelmessig etterfulgt av slakkere arbeidsmarked og høyere arbeidsledighet. Styrken i inntekstdannelsen i Norge har vært at lønnsveksten relativt raskt er blitt normalisert, slik at vi har unngått en slik langvarig høy arbeidsledighet som nesten alle vesteuropeiske land har fått erfare. Selv om vi nå må vente en viss økning i ledigheten, bør vi – dersom lønns- og kostnadsveksten kommer raskt ned også i denne konjunkturen – kunne unngå arbeidsledighet på europeisk nivå eller opp mot nivået i perioden 1989-92.

I en kronikk i *Aftenposten* 4. mai 1999 uttrykte Gjedrem det slik:

Det er store forskjeller mellom Norge og de andre industrialiserte land i strukturen i økonomien, organiseringen av beslutningsprosessene i det økonomiske livet og i innretningen av den økonomiske politikken. I Norge har vi en inntekts- og lønnsdannelse med en relativt sterk grad av sentralisering, en rekke samarbeidsorganer og en særskilt lovgivning som gjør det lettere å løse arbeidskonflikter enn i mange andre land. Statsbudsjettet brukes mer aktivt for å stabilisere den økonomiske utviklingen.

2. De første månedene med flytekurs

11. desember 1992, dagen etter den norske fastkursen var blitt suspendert, redegjorde finansminister Sigbjørn Johnsen i Stortinget for den økonomiske situasjonen.

Finansministeren presiserte at regjeringen tok sikte på å etablere en fast kurs for den norske kronen så fort de internasjonale forholdene gjorde det mulig.⁸ Det var imidlertid vanskelig å si hvor lang tid dette ville ta. Ettersom Finansdepartementet kun hadde fullmakt til å suspendere svingningsmarginene inntil 30 dager, kunne det bli behov for å vedta en ny forskrift for kursordningen for den norske kronen på nyåret.

Svenske og finske myndigheter hadde blitt presset til å suspendere sine faste valutakurser tidligere i andre halvdel av 1992; Finland i september, Sverige i november. I begge disse landene kom man til å operere med lange tidshorisonter, lengre enn i Norge, for når det kunne være aktuelt å gjenopprette en fast valutakurs.⁹ Det var derfor umiddelbart satt i gang arbeid med å klarlegge hva slags styringsmål man skulle ha i flyteperioden.¹⁰ I Norges Bank fattet man tidlig interesse for dette utredningsarbeidet. Jan F. Qvigstad, leder for Økonomisk avdeling (ØKA), sendte midt i desember to medarbeidere, Arent Skjæveland og Arild Lund, til Stockholm og Helsingfors for å diskutere flytekurserfaringene med sine kolleger. På bakgrunn av samtalene ble det utarbeidet et notat til sentralbanksjef Hermod Skånland. Et av hovedpunktene i notatet var at sentralbankene i Sverige og Finland hadde større selvstendig handlefrihet i utøvelsen av pengepolitikken sammenlignet med Norges Bank.¹¹

Da det ikke var noe grunnlag for å gjenetablere fastkursen for den norske kronen da 30-dagersfristen nærmet seg, ble det etter Kgl. resolusjon av 8. januar 1993 bestemt at kronen inntil videre skulle flyte. I et regjeringsnotat ble det trukket opp tre faser i penge- og valutapolitikken i fortsettelsen. Først så man for seg en periode hvor Norges Bank skulle prøve å kjøpe tilbake noe av den valuta som var gått tapt i forsvaret av kronen på høsten. I fase to skulle man sikte på å etablere et noe fastere leie for kronekursen. Det ble understreket

⁸ Finansministerens redegjørelse for Stortinget 11. desember 1992 (Finnes i analysenotat 7/1993, mørkeblå perm, reol 94, Hermod Skånlands arkiv.).

⁹ Lars Jonung, "Inledning" i Lars Jonung (red.), *På jakt etter ett nytt ankare. Från fast kronkurs till inflationsmål*, SNS forlag, Stockholm, 2003: 9-10.

¹⁰ Det ble blant annet holdt en konferanse i Sveriges Riksbank i desember. De ulike bidragene fra konferansen ble publisert i en ekstraintgave av Sveriges Riksbanks tidsskrift *Penning- och valutapolitik*.

¹¹ Til Skånland fra Økonomisk avdeling, "Svenske og finske erfaringer med flytende valutakurs", analysenotat nr 62/1992, perm "Valutakurspolitikk", reol 94, Hermod Skånlands arkiv.

at det neppe ville være aktuelt å kunngjøre når man gikk over i den andre fasen. Fase tre var et fast kursleie for kronen i forhold til de europeiske valutaene.¹²

På dette tidspunktet var det enighet mellom Norges bank og Finansdepartementet om at Norge så snart det lot seg gjøre burde knytte seg til et europeisk fastkursystem igjen.¹³ Det var imidlertid litt uenighet om hvorvidt et valutakursmål også gjorde prisstabilitet til et mål for pengepolitikken. I slutten av januar 1993 ble det holdt en arbeidsmiddag mellom Norges Bank og Finansdepartementet, hvor temaet var retningslinjene for pengepolitikken i fortsettelsen. Sentralbanksjef Skånland understrekte at den pengepolitiske styringen fortsatt burde være basert med vekt på utviklingen i en kursindeks. Samtidig pekte Skånland på at et valutakursmål også betydde at prisstabilitet var et de facto mål for pengepolitikken.¹⁴ Ved etableringen av et nytt kursleie måtte man sikre at prisstigningen ikke avvek fra de land en ville knytte seg til.¹⁵

Svein Gjedrem, ekspedisjonssjefen i Finansdepartementets økonomiavdeling, viste til at departementet i likhet med Norges Bank la stor vekt på en stabil prisutvikling. Gjedrem mente likevel at det ikke var behov for noen klarere markering av at prisstabilitet var en målsetting for pengepolitikken. ”Debatten om økonomisk politikk ville da lett bli et spørsmål om hvorvidt man ville ha lav inflasjon eller full sysselsetting som mål”.¹⁶ Dette må sees i sammenheng med Gjedrem og Finansdepartementets vurdering om at arbeidsdelingen i den økonomiske politikken, inkludert kurspolitikken, fungerte godt fram til i alle fall 1996.¹⁷

¹² Fra finansministeren til Regjeringens medlemmer, ”Valutakurspolitikken”, Analysenotat nr. 7/1993, Hermod Skånlands arkiv; ”Merknader til R-notat om valutakurspolitikken 07.01.93”, Analysenotat nr. 10/1993, Hermod Skånlands arkiv.

¹³ Dette går frem av flere dokumenter. Se for eksempel ”Forberedelse til arbeidsmiddagen med Finansdepartementet”, ØKA-notat 25. januar 1993, i Hermod Skånlands arkiv.

¹⁴ ”Arbeidsmiddag med Finansdepartementet 27.01.93. Tema: Retningslinjer for pengepolitikken. Et kortfattet referat”, Analysenotat nr. 7/1993, Hermod Skånlands arkiv (Dette er et referat skrevet av Norges Bank og er ikke klarert med de andre som var til stede på møtet); Til Jan F. Qvigstad fra Arent Skjæveland og Arild Lund, ”Forberedelse til arbeidsmiddagen med Finansdepartementet”, notat av 25. januar 1993, Analysenotat nr. 16/1993, Hermod Skånlands arkiv.

¹⁵ Som Skånland påpekte, ble dette enda tydeligere ettersom en rekke land nå hadde etablert prisstabilitet som et styringsmål for pengepolitikken. Det var imidlertid knyttet noe usikkerhet til hva disse landene mente med prisstabilitet. Skånland mente at den amerikanske sentralbanksjefen, Alan Greenspan, hadde en definisjon som ga et godt utgangspunkt – ”at prisstigningen måtte være så lav at aktørene ikke tok hensyn til den”. To prosent syntes da å være det meste disse landene kunne akseptere.

¹⁶ ”Referat fra arbeidsmiddag” 27. januar 1993, Analysenotat nr 7/1993 (Dette er et referat skrevet av Norges Bank og er ikke klarert med de andre som var til stede på møtet); Til Jan F. Qvigstad fra Arild Lund og Arent Skjæveland, ”Forberedelse til arbeidsmiddagen med Finansdepartementet”, Analysenotat nr. 16/1993, Hermod Skånlands arkiv.

¹⁷ Samtale med Svein Gjedrem i Finansdepartementet 7. juli 2011.

Internt i Norges Bank fortsatte diskusjonene rundt den midlertidige innrettingen av pengepolitikken. Temaet kom til å bli det sentrale i Hermod Skånlands årstale 18. februar 1993.¹⁸ I talen, som for øvrig ble Skånlands siste ettersom han gikk av ved årsskiftet 1993/94, pekte sentralbanksjefen på at det var nødvendig at Norges Bank hadde den samme adgang til å bruke de pengepolitiske virkemidler under et midlertidig flytekursregime som under et fastkursssystem. Skånland fryktet at når man nå var frigjort fra fastkursdisiplinen ville det bli vanskeligere å forklare upopulære renteavgjørelser. Han advarte mot at myndighetene tillot økt inflasjon med sikte på å heve sysselsettingen. De positive økonomiske virkningene dette kunne gi på kort sikt, ville mer enn oppveies av de skadelige på lenger sikt.¹⁹ Erfaringene fra norsk økonomi i årene etter 1986 viste at det var realøkonomisk meget kostbart å bringe inflasjonen tilbake igjen til et lavt nivå. Skånland understrekte derfor at norske myndigheter burde verne om den lave inflasjonen som var oppnådd, og at det burde bli presisert at det langsiktige målet for pengepolitikken var prisstabilitet. I forbindelse med disse betraktningene problematiserte Skånland også Norges Banks juridiske stilling. Sentralbanksjefen mente den særegne norske lovgivingen, hvor regjeringen hadde rett til å instruere sentralbanken, kunne gi inntrykk av at man ”ønsker å holde en bakdør åpen for å ta lett på gjennomføringen av stabilitetspolitikken”.²⁰

Før fastkursen ble oppgitt i desember 1992 hadde det blitt påpekt at man burde søke å unngå at kursen ble svekket med mer enn 6-7 prosent, for å hindre at prisstigningsimpulsene fra utlandet ble for sterke.²¹ I den ECU-indeksen man opererte med, hvor 100 var fastkursen, tilsvarte dette 106-107. Som følge av en del innenlandske innstrammingsiltak ble det i januar 1993 antydnet at kursfallet burde begrenses til maksimalt 105-106 målt ved indeksen.²²

Umiddelbart etter at intervensjonsgrensene var blitt opphevet hadde kronkursen svekket seg med 5,5 prosent mot ECU. Men i løpet av de neste dagene styrket den seg noe igjen og holdt seg etter dette stabil 3-4 prosent svakere enn det gamle fastkursnivået. I begynnelsen av mars

¹⁸ Som bakgrunnsmateriale for sentralbanksjefen hadde ØKA utarbeidet et notat, ”Enkelte retningslinjer for pengepolitikken under flytende valutakurser – et foreløpig notat (bakgrunnsmateriale for årstalen)”, Analysenotat nr. 9/1993, perm ”Valutakurspolitikk”, reol 94, Hermod Skånlands arkiv; Dokumentasjon av beregninger fra talen ble også trykket i bankens kvartalskrift *Penger og kreditt* 1993 (1): Amund Holmsen og Arent Skjæveland, ”Sammenhengen mellom inflasjon og arbeidsledighet”.

¹⁹ Skånlands årstalebetraktninger om inflasjon og arbeidsledighet, spesielt hans poeng om at den såkalte Phillips-kurven på lang sikt var vertikal, var kontroversielle og skapte debatt. Se bl.a. ”Død over Phillips” i *Dagens Næringsliv* 19. februar 1993 og ”Død over Skånland?” i *Dagens Næringsliv* 5. mars 1993.

²⁰ Årstalen februar 1993, trykket i *Penger og kreditt* 1993 (1).

²¹ ”Mål for og gjennomføringen av pengepolitikken i et midlertidig flyteregime”, ØKA-notat 22. november 1992, Skånlands arkiv.

²² ”Penge- og valutakurspolitikken”, notat til regjeringskonferanse 2. mars 1993, Arent Skjævelands arkivmateriale.

mente regjeringen derfor at vilkårene for en overgang til fase to – styrt flyt, med sikte på å etablere et noe fastere leie for kronkursen – var tilstede. I et utkast til regjeringsnotat sendt til Norges Bank for kommentar ble det foreslått at kursen burde holdes innenfor et intervall fra 103-109 i ECU-indeksen. Med det kursnivået man hadde hatt i januar og februar, tolket ØKA dette som ”en retningslinje om at kronkursen skal svekkes”.²³ I Norges Bank ble det reagert på at R-notatets utforming ikke var i samsvar med de retningslinjene for stabilitet i valutakursutviklingen som var trukket opp, verken i intern kommunikasjon eller i finansministerens redegjørelse for Stortinget 11. desember 1992. I et notat til Skånland fra ØKA ble det argumentert for at Norges Bank ikke burde akseptere interne retningslinjer som i så stor grad avvek fra de offentlig uttalte retningslinjene for pengepolitikken.²⁴ Det ble likevel ikke gjort store endringer i regjeringsnotatet; svingingsmarginen ble uoffisielt satt til 103-108 og kronkursen skulle ”over tid forsøkes styrt mot midten av det angitte intervallet”.²⁵

²³ Til Skånland fra Økonomisk avdeling, ”Retningslinjer for penge- og valutapolitikken”, notat av 3. mars 1993, reol 140, perm ”Notater ØKA 1/11-92-30.9.94”.

²⁴ Til Skånland fra Økonomisk avdeling, ”Retningslinjer for penge- og valutapolitikken”, notat av 3. mars 1993 i Skjævelands arkivmateriale. Et notat som tar opp denne problemstillingen på mer generelt grunnlag er ”Regjeringen og Finansdepartementets instruksjons- og omgjøringsmyndighet i forhold til Norges Bank”, notat av Steinar Tjomsland, 19. mai 1989.

²⁵ Analysenotat nr 89/1993 i Skjævelands arkivmateriale, ”Scenarier for det europeiske valutasamarbeidet og konsekvenser for norsk penge- og valutakurspolitikk”.

3. Nyorientering i Norges Bank

Etter uroen sommeren og høsten 1992 hadde valutamarkedene stabilisert seg noe på vinteren og våren. Sommeren 1993 oppsto det imidlertid ny valutauro, og svingningsmarginene mellom valutaene i EMS-systemet kom som følge av det til å bli utvidet fra pluss/minus 2,25 prosent til pluss/minus 15 prosent. Utviklingen svekket muligheten for på kort- og mellomlang sikt å gjeninnføre en fast kurs for den norske kronen. Dette ga grobunn for en nyorientering om pengepolitikken hos sentrale personer i Norges Bank. I ØKA begynte man å innse at man kunne bli nødt til å leve med flytende valutakurs en god stund. Man søkte derfor å forstå hvordan man skulle føre pengepolitikk med sikte på prisstabilitet i et slikt regime.²⁶ Etersom det norske akademiske miljøet hadde lite å bidra med på området, måtte impulsene hentes utenfra.

Flere økonomer, i første omgang fra Sverige, ble høsten 1993 invitert til Norges Bank. I oktober var Lars Svensson, økonomiprofessor ved Stockholms Universitet og en av de fremste akademiske eksperter på feltet, på besøk. Svensson holdt et foredrag som bygget på en forelesning han noen uker tidligere hadde holdt på European Economic Associations konferanse i Helsingfors.²⁷ ØKAs Bent Vale hadde vært til stede på konferansen og hadde i etterkant foreslått at Svensson skulle inviteres til Oslo. I desember var Lars Hörngren og Krister Andersson fra Sveriges Riksbank i Norges Bank og informerte om arbeidet med riksbankens inflasjonsprognoser og om hvordan inflasjonsstyringen ble innrettet. Andersson, som hadde bakgrunn fra IMF, hadde vært sentral i arbeidet med svenske myndigheters overgang til inflasjonsmål. I dette arbeidet hadde han tatt initiativ til læring fra utlandet og benyttet seg av sine kontakter både i Washington D.C. og i sentralbankene i Canada og på New Zealand.²⁸ Jan F. Qvigstad etablerte god kontakt med Andersson og kom på mange måter til å kopiere fremgangsmåten som svensken hadde brukt.

Høsten 1993 ble det i Norges Bank også utarbeidet flere rapporter og artikler om prisstabilitetsmål og inflasjonsstyring med sikte på å informere og til en viss grad påvirke norske myndigheter og opinionen. I Norges Banks kvartalskrift *Penger og kreditt* publiserte Arent Skjæveland, sammen med Nina Langbraaten, en artikkel, som bygget på et analysenotat

²⁶ Et forhold som ytterligere medvirket til nyorienteringen var fallet i oljeprisen senhøsten 1993. Det hastet med å få klarhet i hva man skulle gjøre hvis kronen på nytt ble utsatt for sterkt og vedvarende depresieringspress (Se "Retningslinjer for pengepolitikken", notat av 30. mai 1994, i Skjævelands arkivmateriale).

²⁷ Forelesningen ble trykket i tidsskriftet *European Economic Review* 1994 (38).

²⁸ Krister Andersson, "Utformingen av inflasjonsmålet och den penningpolitiska analysramen" i Lars Jonung (red.), *På jakt efter ett nytt ankare. Från fast kronkurs till inflationsmål*, SNS forlag, Stockholm, 2003.

fra ØKA, om hvordan inflasjonsmålsstyring ble innrettet i en gruppe utvalgte land.²⁹ I tidsskriftet *Sosialøkonomen* ble det i to av de siste utgavene for året debatt mellom Skjæveland og økonomiprofessor Steinar Holden om forholdet mellom inflasjon og arbeidsledighet og om hva pengepolitikken kunne bidra med på dette området.³⁰

I løpet av andre halvår 1993 forberedte Norges Bank i tillegg et festskrift i forbindelse med Hermod Skånlands forestående avgang som sentralbanksjef.³¹ I flere av bidragene i boken, som kom ut i januar 1994, ble inflasjonsmålsstyring behandlet.³² Boken fikk et bredt oppslag i media og i akademiske kretser.³³

I budsjettbrevet for 1994 ønsket ledelsen i Norges Bank, det vil si Skånland og visesentralbanksjef Kjell Storvik, å vektlegge prisstabilitet som et uttalt langsiktig mål for pengepolitikken. Dette møtte motstand i Finansdepartementet.³⁴ Etter drøftelser av budsjettbrevutkastet i sentralbankens hovedstyre ble omtalen av pengepolitikken av den grunn justert. Det hadde, som nevnt tidligere, vært vanlig praksis i hele etterkrigstiden at Norges Banks hovedstyre var meget forsiktige med, eller helst unngikk, offentlig å tilrå endringer i den økonomiske politikken dersom departement eller den politiske ledelse var uenig i de tiltak banken kunne tenke seg å foreslå.³⁵ Departementet kom likevel til å love at man i revidert nasjonalbudsjett på våren 1994 ville komme nærmere tilbake til de pengepolitiske spørsmålene.³⁶

Torstein Moland etterfulgte Hermod Skånland som sentralbanksjef ved årsskiftet 1993/94. Han delte synet på at prisstabilitet burde være et langsiktig mål for pengepolitikken. I forbindelse med den nye sentralbanksjefens tiltredelse, og de intervjuer som skulle gjøres i sammenheng med det, introduserte ØKA begrepet ”inflasjonsfri vekst”. Avdelingen mente nå

²⁹ Arent Skjæveland og Nina Langbraaten, ”Inflasjonsmål for pengepolitikken – hvordan gjøres dette i andre land?” i *Penger og kreditt* 1993 (4).

³⁰ Steinar Holden, ”Inflasjon og arbeidsledighet – Om tolkning av empiriske funn og implikasjoner for økonomisk politikk” i *Sosialøkonomen* 1993 (9); Arent Skjæveland, ”Inflasjon og arbeidsledighet – Hva kan pengepolitikken bidra med?” i *Sosialøkonomen* 1993 (10); Steinar Holden, ”Om inflasjon, arbeidsledighet og pengepolitikk: Svar til Arent Skjæveland” i *Sosialøkonomen* 1993 (10).

³¹ Kjell Storvik, Jan F. Qvigstad og Sigbjørn A. Berg, *Stabilitet og langsiktighet. Festskrift til Hermod Skånland*, Aschehoug, Oslo, 1994.

³² Se spesielt Hörngrens artikkel og bidraget fra Qvigstad og Skjæveland.

³³ Se for eksempel Einars Lies anmeldelse av festskriftet i *Tidsskrift for samfunnsforskning* 1994 (2).

³⁴ Til hovedstyret fra ØKA, ”Revidert utkast til brev om det økonomiske opplegget for 1994”, 27. oktober 1993, perm ”Notater ØKA 1/11-92-30/9-94”.

³⁵ NOU 1983: 39 *Lov om Norges Bank og pengevesenet*: 323-326.

³⁶ Til hovedstyret fra ØKA, ”Revidert utkast til brev om det økonomiske opplegget for 1994”, 27. oktober 1993, perm ”Notater ØKA 1/11-92-30/9-94”.

at man var kommet i en situasjon der man kunne ”selge fordelene med prisstabilitet til folket”.³⁷

For regjeringen hadde inntektspolitisk samarbeid en nøkkelrolle for å oppnå lav pris- og kostnadsvekst. På bakgrunn av en offentlig utredning om sysselsettingsutfordringene for norsk økonomi var regjeringen sammen med LO blitt enige om en strategi for å sikre lønnsmoderasjon de neste årene.³⁸ Motytelsen til lønnsmoderasjonen skulle være at staten satte av midler til sysselsettingsfremmende tiltak. Løsningen ble kalt ”solidaritetsalternativet”.³⁹ I Norges Bank var man mindre optimistiske til at inntektspolitisk samarbeid kunne sikre en lav pris- og kostnadsvekst. Sentralbanksjef Skånland hadde selv vært sentralt involvert i arbeid med dette tidligere, men mistet noe av troen på det etter den uheldige kostnadsutviklingen i Norge på 1970-tallet.⁴⁰ Sentralbankens prognoser fra 1993 var på den skeptiske siden til om partene i arbeidslivet ville klare å hindre at man fikk en like god lønns- og prisutvikling i Norge når presset i arbeidsmarkedet tiltok.⁴¹

Ut fra sine vurderinger om arbeidsdelingen i den økonomiske politikken så Finansdepartementet fortsatt valutakursmål som hensiktsmessig, men ønsket å unngå å operere med absolutte yttergrenser. I et foredrag 28. januar 1999 beskrev Svein Gjedrem de utfordringene man hadde møtt på i kursstyringen på 1990-tallet:

Sett i noe lengre tidsperspektiv, har vi nokså blandede erfaringer med omfattende og vedvarende intervensjoner. Dersom sentralbanken er tungt inne med støttekjøp, har det lett for å oppstå en spillsituasjon der markedsaktørene oppfatter sentralbankens intervensjoner som en interessant profittmulighet. Markedsaktørene vet at en situasjon der kronkursen oppfattes som ”kunstig høy” fordi Norges Bank kjøper opp kroner, ikke kan vedvare. Det er da fristende å ta posisjoner i valutamarkedet mot sentralbanken. Dette innebærer at omfattende og vedvarende intervensjoner over tid kan bli selvforsterkende, slik at volumet av støttekjøp som er nødvendig for å opprettholde kursen, stadig øker.

³⁷ Til Moland fra ØKA, ”Inflasjonsfri vekst”, notat av 15. desember 1993, Skjævelands arkivmateriale.

³⁸ NOU 1992: 26 *En nasjonal strategi for økt sysselsetting i 1990-årene*.

³⁹ Se bl. a. Ådne Cappelen, Jan Fagerberg og Lars Mjøset, ”Den norske modellen på nittitallet”, *Vardøger* nr 26, 2000.

⁴⁰ Pessimismen kommer til uttrykk i Skånlands bok fra 1981, *Inntektspolitikken dilemma – kan det løses?*, Cappelen, Oslo, 1981.

⁴¹ Se bl.a. Hermod Skånlands leder i *Penger og kreditt* 1993 (4): ”Mens inflasjonen hviler”.

Det sterkeste eksemplet på en slik spillsituasjon i norsk valutapolitisk historie var fredag 20. november 1992 da vi fra markedet åpnet til det stengte støttekjøpte for 37 milliarder kroner.

Norges Bank ønsker ikke å intervenere på en måte som fremkaller slike spillsituasjoner. Banken vil derimot kunne bruke intervensjoner dersom kursen kommer vesentlig utenfor det vi vurderer som fornuftig ut fra fundamentale forhold eller ved stor kortsiktig volatilitet. Det kan også være aktuelt å forsterke en ønsket kursutvikling som allerede er etablert i markedet. I slike situasjoner må vi anta at risikoen blir liten for å havne i et spill mot aktørene i valutamarkedet. Men vi må ta hensyn til at kursen på kroner ikke i lengden kan avvike vesentlig fra det de fundamentale forholdene i økonomien tilsier.⁴²

Siden Finansdepartementet hadde varslet at man ville komme tilbake til spørsmålet om pengepolitikken innretning i revidert nasjonalbudsjett på våren 1994, utarbeidet ØKA et strateginotat med ”stoppesteder” for arbeidet for vinteren og våren.⁴³ Etter Torstein Molands tiltredelse ved årsskiftet, var første stopp årstalen i februar. I talen fulgte den nye sentralbanksjefen opp Skånlands budskap fra året før om at man også i en situasjon med flytekurs trengte å definere et langsiktig styringsmål i pengepolitikken, og at dette burde være prisstabilitet. Moland argumenterte også for større uavhengighet for sentralbanken, men det ble poengtert at viktigere enn mer autonomi var en bred politisk og allmenn aksept for betydningen av lav inflasjon.⁴⁴

Markedets respons på Molands første årstale ble uventet negativ. Kronen ble umiddelbart svekket med en halv prosent mot ECU-indeksen. For sentralbanken ble dette en påminnelse om viktigheten av ikke å sende uklare signaler til markedene. Skånland hadde like før han gikk av ved årsskiftet satt opp renten med et kvart prosentpoeng, slik at den nye sentralbanksjefen kunne ”slippe en for krevende start”.⁴⁵ Kort tid før årstalen hadde Moland etter tilråding fra Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank satt ned igjen renten til nivået fra før nyttår. For markedsaktørene kan det virke som denne rentenedsettelsen ikke harmonerte med bankens kommunikasjon. Dette ble drøftet i et notat fra Markedsoperasjonsavdelingen. Det ble påpekt at markedsaktørene ville ha vanskelig for å tro på et norsk prisstabilitetsmål fordi man manglet tradisjon for å vektlegge dette som målsetting i utformingen av norsk økonomisk politikk. Det lave inflasjonsnivå man nå hadde, kunne ikke

⁴² ”Utfordringer i den økonomiske politikken”, foredrag av Svein Gjedrem, Gausdal, 28. januar 1999.

⁴³ ”Arbeidet med pengepolitikken fram mot RNB”, ØKA-notat 17. desember 1993, Skjævelands arkivmateriale.

⁴⁴ Molands årstale, trykket i *Penger og kreditt* 1994 (1).

⁴⁵ Samtale med Torstein Moland i Norges Bank 15. juni 2011.

sies å reflektere et særegent norsk ønske om lav inflasjon, men heller en kombinasjon av en svak norsk konjunktursituasjon og en stram pengepolitikk i de seneste årene med fast valutakurs.⁴⁶

Norske myndigheter hadde lykket med å holde en forholdsvis stabil kronekurs etter krisen i det europeiske kurssamarbeidet i 1992 og 1993. Det var likevel behov på et tidspunkt for å etablere en mer permanent og troverdig løsning for innretningen av norsk pengepolitikk. I forkant av revidert nasjonalbudsjett ble det utover våren 1994 holdt flere møter mellom Finansdepartementet og Norges Bank hvor det ble arbeidet med disse spørsmålene.⁴⁷ Sentralbankens ledelse og administrasjon mente at et valutakursmål fortsatt var hensiktsmessig, så lenge man tillot noe mer fleksibilitet når det gjaldt kortsiktige svingninger i valutakursen, og så lenge det langsiktige målet for pengepolitikken var prisstabilitet.⁴⁸ Finansdepartementet var fortsatt skeptiske til å gi pengepolitikken ansvaret for prisstabiliteten. Samarbeidet med partene i arbeidslivet tilsa fortsatt hovedfokus på fast valutakurs som operativt mål i pengepolitikken. En fast kronekurs hadde i utgangspunktet vært et premiss for det ovenfor nevnte sysselsettingsutvalgets utredning. Hvis man skulle oppnå lønnsmoderasjon, var det viktig at valutakursen ikke bidro til endringer i konkurranseevnen.

På bakgrunn av diskusjonene denne våren ble det i mai 1994 i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett fastsatt en ny kursordning for den norske kronen. I forskriftens paragraf 1 og 2 heter det:

§1

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

§2

Norges Banks løpende utøvelse av pengepolitikken skal innrettes mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer, med utgangspunkt i kursleiet siden kronen begynte å flyte den 10. desember 1992. Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervensere i valutamarkedet.⁴⁹

⁴⁶”Kronekursen i flyteregimet. Troverdighet i valutapolitikken”, Markedsnotat nr. 17/1994, 28. februar 1994, Skjævelands arkivmateriale.

⁴⁷ Se notatet ”Pengepolitikk under flytende valutakurser”, 11. mars 1994, i Skjævelands arkivmateriale.

⁴⁸ Dette kommer blant annet til uttrykk i Norges Banks brev til Finansdepartementet av 19. april 1994.

⁴⁹ St. meld. nr. 2 (1993-94) Revidert nasjonalbudsjett 1994.

Valutaturbulensen høsten 1992 hadde vist at et unilateralt fastkursregime med stramme svingningsmarginer ikke var robust nok når kapitalbevegelsene var blitt fullstendig liberalisert. Det var behov for å gjøre det mindre fristende å spekulere mot kronen. Den nye forskriften ga noe mer fleksibilitet enn tidligere, som Norges Bank hadde etterlyst.⁵⁰ Hovedansvaret for å holde lønns- og prisstigningen på et konkurransedyktig nivå ble imidlertid fortsatt tillagt inntektspolitikken. Samtidig skulle finanspolitikken jevne ut konjunktorene.

Selv om norske myndigheter ikke etablerte et inflasjonsmål i mai 1994, hadde det likevel dannet seg en forholdsvis bred forståelse i regjeringen og i Stortinget om at lav inflasjon var en forutsetning for å nå målene i den økonomiske politikken, og at de ulike politikkomponentene måtte dra i samme retning hvis en ville oppnå dette.⁵¹ Sentralbanksjefen bestemte derfor etter tilråding fra ØKA at banken fra høsten 1994 skulle publisere kvartalsvise inflasjonsrapporter i bankens tidsskrift. Dette skulle hjelpe til å motivere de nødvendige tiltak i den økonomiske politikken.⁵² Et av de viktigste instrumentene for inflasjonsstyring kom dermed på plass selv om norske myndigheter hadde bestemt seg for å fortsette med valutakursmål.⁵³

Norges Bank kom uansett til å videreføre arbeidet med å forstå hvordan pengepolitikken skulle innrettes under flytende kurs, og hvordan et inflasjonsmål eventuelt burde operasjonaliseres. Flere økonomer med tilknytning til banken skrev notater, artikler og doktorgradsavhandlinger som berørte eller tok for seg temaet. Birger Vikøren og Arent Skjæveland skrev i 1994 arbeidsnotatet "Innretning av penge- og valutakurspolitikken – tidligere studier og nyere problemstillinger".⁵⁴ Ingunn M. Lønning leverte en avhandling om inflasjonsmålstyring i 1997.⁵⁵ Øistein Røisland skrev en doktoravhandling som tok for seg regler og institusjonelle arrangementer for pengepolitikken.⁵⁶ Kai Leitemo utarbeidet en

⁵⁰ Det norske kursregimet av mai 1994 har blitt beskrevet på ulike måter; noen har lagt vekt på stabiliteten, andre på fleksibiliteten. Se bl. a. Skånland 1999 og Straumann 2010: 326-335.

⁵¹ "Vår rådgivende rolle i penge- og valutakurspolitikken", ØKA-notat av 20. august 1993, i Skjævelands arkivmateriale.

⁵² Torstein Moland, "Sentralbankens rolle" i *Penger og kreditt* 1994 (2).

⁵³ Dette poenget kommenteres hos Andersson 2003: 263.

⁵⁴ *Arbeidsnotat*, Norges Bank, 1994. Et annet relevant arbeid av Vikøren fra denne perioden er blant annet "Argumenter for og mot en uavhengig sentralbank" i *Sosialøkonomen*, 1994 (9).

⁵⁵ Ingunn M. Lønning, "Controlling Inflation by Use of the Interest Rate: The Critical Roles of Fiscal Policy and Government Debt" i *Norges Banks skriftserie*, nr 25, Oslo, 1997.

⁵⁶ Øistein Røisland, "Rules and Institutional Arrangements for Monetary Policy" i *Norges Banks skriftserie*, nr 29, Oslo, 2000.

avhandling om inflasjonsstyring på samme tid.⁵⁷ I tillegg ble nye medarbeidere hentet inn for å jobbe med utviklingen av pengepolitikken. Tidlig i 1995 rekrutterte Qvigstad Jon Nicolaisen fra OECD i Paris. Nicolaisen kom senere til å overta Qvigstads posisjon som leder for Økonomisk avdeling. Det var imidlertid også noen medarbeidere som falt fra. En av dem som hadde vært mest sentrale i arbeidet med å forstå hvordan man skulle innrette pengepolitikken under flytende valutakurs, Arent Skjæveland, sluttet våren 1995 i Norges Bank for å begynne i Finansdepartementet.

Norges Bank mottok mange nye impulser fra ulike internasjonale fora hvor banken var representert. De månedlige møtene sentralbanksjefen hadde i BIS var et spesielt viktig møtested for diskusjon og nettverksbygging. Det samme kan sies om møtene i OECD og de forberedelser norske myndigheter en stund deltok i rundt arbeidet med en fremtidig europeisk sentralbank. I juni 1994 var Moland og flere andre representanter fra Norges Bank på nordisk sentralbanksjefmøte på Gotland hvor de nordiske lands erfaringer etter overgangen til flytende valutakurser ble diskutert.⁵⁸ I august 1994 sendte ØKA en representant på en ukelang konferanse i Bank of England, med deltagelse fra fjorten land, hvor en rekke dagsaktuelle sentralbankspørsmål ble drøftet.⁵⁹ I september var Qvigstad med flere i London og besøkte Bank of England og Finansdepartementet. Qvigstad etablerte i denne perioden kontakt med flere eksperter på pengepolitikk som skulle bli "viktige diskusjonspartnere" i fortsettelsen. Blant dem var sjefen for den engelske sentralbankens økonomiavdeling, Mervyn King, visesentralbanksjef i Canada, Chuck Freedman, og sjeføkonom i BIS, Bill White. På midten av 1990-tallet hadde Norges Bank dermed fått på plass et bredt internasjonalt kontaktnettverk med kompetanse på inflasjonsmålsstyring som man kom til å benytte seg mye av i de nærmeste årene.

Et forhold som bidro til usikkerheten rundt fremtidens norske kursregime var hva slags tilknytning man skulle få til den videre europeiske integrasjonsprosessen.⁶⁰ Et norsk medlemskap i EU ville kreve en justering av sentralbankloven. Som nevnt hadde Skånland vært inne på det pengepolitiske lovgrunnlaget i sin siste årstale i februar 1993. Temaet hadde vært berørt i et møte mellom Norges Bank og Finansdepartementet noen dager etter talen.

⁵⁷ Kai Leitemo, "Inflation Targeting and Monetary Policy" i *Norges Bank Doctoral Dissertations in Economics*, nr 2, Oslo, 2000.

⁵⁸ Se notatet "Nordisk sentralbanksjefmøte 27.-29. juni 1994".

⁵⁹Referat fra seminar i Bank of England. Med vekt på omorganiseringen av Bank of England og det pengepolitiske opplegget i UK", Analysenotat nr 81/1994.

⁶⁰ Skånland 2004: 104.

Ekspedisjonssjef Gjedrem viste her, ifølge Norges Banks referat fra møtet, til at kapasitetsproblemer i departementet tilsa at man ikke fikk gjort noe med lovgrunnlaget før det eventuelt ble aktualisert ved et EU-medlemskap.⁶¹ Norske myndigheter måtte uansett klare å ha to tanker i hodet på en gang: Hvis det ble EU-medlemskap var det ventet at man på ny ville ta del i det stadig mer forpliktende fastkurssamarbeidet i Europa. Hvis det ikke ble medlemskap ville man også kunne vurdere andre løsninger. Det norske folk stemte nei til EU i november 1994, og kursregimet fra mai ble inntil videre videreført.

⁶¹ ”Referat fra møte med Finansdepartementet 19. februar”, Analysenotat nr 22/1993, i Skjævelands arkivmateriale (Dette er et referat skrevet av Norges Bank og er ikke klarert med de andre som var til stede på møtet).

4. Stabil valutakurs vs stabil realøkonomisk utvikling

Utviklingen for norsk økonomi i 1993 og 1994 hadde vært god. Valutakursen var stabil og prisstigningen var lav. Hermod Skånland hadde i sin siste lederartikkel i *Penger og kreditt* understreket det unormale ved at det i 1993 hadde vært lett å være sentralbanksjef.⁶² Den positive utviklingen fortsatte i 1995. Inflasjonen var lav, på europeisk nivå, og det var forholdsvis enkelt for Norges Bank å holde kronekursen stabil med en kortsiktig rente på nivå med den europeiske. Konkurranssevnen til norsk næringsliv var også blitt forbedret. Æren for den positive utviklingen ble av mange observatører gitt til solidaritetsalternativet og det inntektspolitiske samarbeidet. Moland stilte seg imidlertid, i årstalen i februar 1995, nokså avvisende til denne forklaringen. Sentralbanksjefen hevdet at den bedre konkurransevnen etter 1992 hovedsakelig skyldtes svekket valutakurs etter EMS-krisen og det faktum at arbeidsgiveravgiften var blitt senket. Lønnsveksten hadde ikke vært nevneverdig lavere enn hos andre land, og produktivitetsveksten hadde vært svakere. Moland brukte avslutningen av talen på å advare mot de farer som oppsto nå som bedre tider var underveis i internasjonal økonomi. Han påpekte at norsk økonomi kunne komme til å tape konkurransevne på ny hvis mekanismen for lønnsdannelsen virket slik den hadde gjort under oppgangskonjunkturer i de to foregående tiårene. En slik utvikling kunne i neste omgang undergrave forutsetningene for at den stabile valutakursen kunne opprettholdes.⁶³

Det var spesielt faren for at pengepolitikken kunne virke konjunkturfosterkende i en oppgangskonjunktur – ved at renten innenfor den gjeldende instruks måtte settes lavt for å motvirke kursappresiering – man var bekymret for i Norges Bank på denne tiden. I ettertid har Torstein Moland fortalt at han i løpet av våren 1995 også hadde ”vekslet noen ord med finansminister Sigbjørn Johnsen” om dette. Statsråden skal da ha gitt uttrykk for at ”departementet var klar over problemstillingen”.⁶⁴

Faren for at fokuset på stabil kronekurs kunne bli for rigid ble i februar 1996 igjen tatt opp i årstalen, denne gang av Kjell Storvik som hadde overtatt etter at Moland gikk av høsten 1995. Storvik påpekte at selv om en stabil kursutvikling målt mot ECU var viktig for å holde lavpris og kostnadsvekst, kunne en for streng tolkning av dette være problematisk ettersom norsk økonomi ofte var i utakt med konjunkturutviklingen hos handelspartnerne i EU. Det kunne

⁶² ”Mens inflasjonen hviler”, *Penger og kreditt* 1993 (1).

⁶³ Molands årstale februar 1995, trykket i *Penger og kreditt* 1995 (1).

⁶⁴ Samtale med Torstein Moland i Norges Bank 15. juni 2011.

være behov for å føre en mer uavhengig norsk rentepolitikk slik man blant annet hadde erfart etter samlingen av Tyskland tidligere i tiåret. Storvik understrekte samtidig at det var risikabelt å la finanspolitikken bære hele byrden ved stabiliseringen av økonomien ettersom dette kunne bidra til at det oppsto ubalanser i statsfinansene som kunne svekke det mer langsiktige grunnlaget for den økonomiske politikken. Hensynet til økonomisk effektivitet og forutsigbarhet i rammevilkårene la dessuten begrensinger på hvor langt myndighetene kunne gå i retning av store endringer i skatte- og stønadssatser. Dette forholdet ble enda tydeligere i en verden med frie kapitalbevegelser.⁶⁵

Flere av landene som på begynnelsen av 1990-tallet gikk bort fra fast valutakurs som styringsmål i pengepolitikken hadde gjort dette fordi de anså målet som lite forenlig med en stabil økonomisk utvikling. Dette var land som var utsatt for store endringer i sin realvalutakurs, den reelle prisen på varer og tjenester i forhold til sine handelspartnere. Med et troverdig mål om lav prisstigning forankret i innenlandsk økonomi kunne man tillate valutakursen å styrke eller svekke seg når det var nødvendig og dermed bidra til å stabilisere den økonomiske utviklingen. Som oljeeksportør var Norge spesielt utsatt for endringer i sitt bytteforhold med utlandet.⁶⁶

Utover våren 1996 fortsatte Storvik og Norges Bank å uttrykke bekymring over utviklingen for norsk økonomi. Lønnsoppgjøret tegnet til å bli dyrere enn de foregående årene, og sentralbanken mente utviklingen brøt med forutsetningene i solidaritetsalternativet. Samtidig ga store skatteinntekter grunnlag for mer offentlig forbruk, noe som ville bidra til å øke presset i økonomien. I et fortrolig brev til finansministeren advarte Storvik om at man i verste fall kunne få en utvikling lik den man hadde fått i Norge på midten av 1970-tallet, med kraftig svekkelse av konkurranseevnen.⁶⁷

I revidert nasjonalbudsjett våren 1996 ble Norges Banks innspill til innrettingen av pengepolitikken tatt hensyn til. Det var i hvert fall slik bankens ledelse oppfattet det. Både samtaler i ettertid og korrespondanse fra 1996 støtter dette.⁶⁸ For eksempel, i et notat fra

⁶⁵ Storviks årstale 1996, trykket i *Penger og kreditt* 1996 (1).

⁶⁶ Se Erling Steigum, "Financial Deregulation with a Fixed Exchange Rate: Lessons from Norway's Boom-bust Cycle and Banking Crisis", in Thorvald G. Moe, Jon A. Solheim and Bent Vale (eds.) "The Norwegian Banking Crisis", *Norges Banks skriftserie* nr. 33, 2004.

⁶⁷ Fra sentralbanksjefen til finansministeren, "Innrettingen av den økonomiske politikken", revidert utkast til fortrolig brev, 3. mai 1996.

⁶⁸ Samtale med Jarle Bergo i Norges Bank 13. april 2011.

Storvik til finansministeren fra august heter det: ”De gjeldende retningslinjene, slik de er formulert i Revidert nasjonalbudsjett 1996, åpner for en tilpasning av de pengepolitiske virkemidlene ut fra stabiliseringspolitiske hensyn”.⁶⁹

Sommeren og høsten 1996 ble det stadig mer komplisert å kombinere stabilisering av kronkursen med hensynet til økonomisk stabilitet og lav og stabil inflasjon. På grunn av tendenser til konjunkturavmatning i Tyskland valgte Bundesbank å senke rentenivået. Utviklingen i Norge, med store overskudd i utenriksøkonomien som følge av høy oljepris og fortsatt lav prisstigning, bidro til økt interesse for plasseringer i norske kroner. Norges Bank intervenerte med betydelige beløp for å motvirke kursappresiering. Med den utviklingen man hadde hatt i norsk økonomi gjennom 1996, hadde sentralbankledelsen lite lyst til å sette ned renten.⁷⁰

Regjeringen kom imidlertid fortsatt til å legge stor vekt på at endringer i valutakursen ville vanskeliggjøre det inntektspolitiske samarbeidet.⁷¹ Norges Bank satte således motstrebende ned renten med et halvt prosentpoeng i november. ”Den oppmykingen vi trodde var i revidert nasjonalbudsjett var der ikke likevel”, har Jarle Berge, visesentralbanksjef fra 1996, uttalt i ettertid.⁷²

På tross av denne rentesenkingen, og intervensjoner i markedet for å svekke kronen, vedvarte appresieringspresset mot kronen gjennom desember og inn i de første dagene av 1997.⁷³ Norges Bank besluttet derfor å suspendere kursstyringen 10. januar, slik kursordningen av mai 1994 åpnet for når presset ble for stort i den ene eller den andre retning. Kronen styrket seg raskt og nådde i februar 95,5 målt ved ECU-indeksen, nominelt sett fire og en halv prosent over det nivå den hadde hatt før flyten i desember 1992.⁷⁴ I likhet med det som hadde skjedd høsten 1992, viste utviklingen høsten 1996 og i januar 1997 nok en gang at

⁶⁹ Fra sentralbanksjefen til finansministeren, ”Den økonomiske politikken”, fortrolig notat 26. august 1996. Se også ”Handlingsrommet innenfor kursforskriften”, notat fra Pengepolitisk seksjon i ØKA, 20. juni 1996.

⁷⁰ Samtale med Jarle Berge i Norges Bank 13. april 2011.

⁷¹ I oktober overtok Torbjørn Jagland som statsminister etter Gro Harlem Brundtland.

⁷² Samtale med Jarle Berge i Norges Bank 13. april 2011.

⁷³ For Norges Banks vurderinger i etterkant av renteavgjørelsen i november 1996: se brev til Finansdepartementet, ”Utformingen av penge- og valutapolitikken”, 22. november 1996, Jarle Bergos arkivmateriale.

⁷⁴ Inflasjonsrapport for første kvartal 1997, *Penger og kreditt* 1997 (1): 16-17.

intervensjoner kunne være bortkastede penger.⁷⁵ Dette styrket argumentasjonen for at et kortsiktig valutakursmål ikke var noen farbar vei.⁷⁶

Storviks årstale i februar 1997 kom på grunn av utviklingen høsten og vinteren hovedsakelig til å dreie seg om utfordringene for Norges Bank i penge- og valutakurspolitikken. Sentralbanksjefen pekte på at den ekspansive pengepolitikken som måtte føres for på sikt å føre kronen tilbake til sitt utgangsnivå ville føre til at den innenlandske etterspørselen økte. Dette kunne i verste fall lede til en uholdbar vekst rettet mot skjermet produksjon og en overoppheting av norsk økonomi. I neste omgang ville en slik utvikling kreve innstramning og lavere lønns- og prisvekst enn utlandet. Tidligere erfaringer viste at slike svingninger fikk varige virkninger ved at arbeidsledigheten som oppsto kunne bite seg fast. Som Storvik hadde vært inne på tidligere, var han redd for at det ble lagt for store byrder på finanspolitikken i stabiliseringen av norsk økonomi. Igjen ble muligheten for at pengepolitikken i større grad burde avveie forpliktelsen til kursstabilitet mot hensynet til utviklingen i økonomien for øvrig trukket frem.⁷⁷

Uroen vinteren 1996/97 førte til at Norges Bank ba om ytterligere faglig assistanse fra sine utenlandske kontakter. Qvigstad henvendte seg til Bank of England og til IMF. Tidligere omtalte Mervyn King sendte en av sine dyktigste økonomer, Andrew Haldane, på et fire ukers opphold hvor han skrev en rapport om norsk pengepolitikk.⁷⁸ Fra IMF kom tre medarbeidere, William Alexander, John H. Green og Birgir Arnason, på såkalt "technical mission". I tillegg til dette inviterte ØKA våren 1997 en gruppe norske og internasjonale eksperter på pengepolitikk til et seminar for å analysere det norske pengepolitiske regimet og vurdere hvilke alternativer som fantes. Dette var også en anledning for Norges Bank til å dele sin nyervervede kunnskap med norsk akademia.

I sine vurderinger og tilrådinger delte ekspertene seg i to grupper: de som anbefalte inflasjonsmål og de som, blant annet ut fra hensynet til arbeidsdelingen i den økonomiske

⁷⁵ Etter det mislykkede forsøket på å forsvare kronekursen høsten 1992 hadde Norges Bank brukt 1993 på å bygge opp valutareservene igjen. Fra januar til juni 1993 kjøpte Norges Bank valuta for vel 56 milliarder kroner samtidig som rentene ble betydelig redusert. Valutakursen var samtidig stabil. Det kan derfor sies at det lå et underliggende appresieringspress på kronen i denne perioden. I 1994 og 1995 hadde det vært tilstrekkelig med mindre intervensjoner for å stabilisere kronekursen (Se notatet "Nordisk sentralbanksjefmøte 27.-29. juni 1994").

⁷⁶ Samtale med Harald Bøhn i Norges Bank 17. august 2011.

⁷⁷ Årstalen februar 1997, trykket i *Penger og kreditt* 1997 (1)..

⁷⁸ Andrew Haldane, "The Monetary Framework in Norway" i Christiansen og Qvigstad 1997.

politikken, argumenterte for en videreføring av valutakursmål.⁷⁹ Alle de utenlandske ekspertene anbefalte inflasjonsmål. Det samme gjorde Jan Tore Klovland og Erling Steigum fra Norges Handelshøyskole (NHH) i Bergen.⁸⁰ Tidligere omtalte Lars Svensson fastslo i sitt bidrag at Norges Bank allerede var i besittelse av den analytiske kapasiteten man trengte for å styre etter inflasjonsmål ved at banken publiserte inflasjonsrapporter av høy internasjonal standard.⁸¹ Ekspertene som argumenterte sterkest for videreføring av valutakursmål var de norske økonomene fra Statistisk sentralbyrå (SSB) og Universitet i Oslo, blant andre tidligere nevnte Steinar Holden. I tillegg viste Eilev S. Jansen, direktøren i Forskningsavdelingen i Norges Bank, at det også fantes skepsis til inflasjonsmålstyring i sentralbankens administrasjon.⁸² Han viste, i likhet med bidragsyterne fra SSB og fra Økonomisk Institutt på Blindern, til at samarbeidet med partene i arbeidslivet kunne bli vanskelig hvis valutakursen bidro til endringer i konkurranseevnen.

Fra januar 1997 ble norske pengemarkedsrenter liggende trekvart prosentpoeng under ECU-renten. Presset mot kronen avtok utover våren slik at kursen svekket seg. I juni var kronen igjen tilbake i sitt utgangsløp. Den norske tremånedersrenten måtte imidlertid fortsatt holdes godt under den tilsvarende ECU-renten.⁸³

I budsjettbrevet fra Norges Bank høsten 1997 ble det tatt til orde for en justering i retningslinjene for valutakursforskriften slik at pengepolitikken kunne bli mindre ekspansiv.⁸⁴ I førsteutkastet til brevet hadde dette blitt uttrykt i enda klarere ordelag, men det hadde, ifølge Jarle Berge, blitt ”vannet ut” etter diskusjoner i hovedstyret.⁸⁵ Regjeringen Bondevik slo i nasjonalbudsjettet for 1998 uansett fast at ansvarsfordelingen mellom penge-, finans- og inntektspolitikken hadde gitt gode resultater og at den gjeldende praksis ville bli videreført.⁸⁶

⁷⁹ Bidragene fra seminaret ble høsten 1997 publisert i boken *Choosing a Monetary Policy Target*, redigert av Anne Berit Christiansen og Jan F. Qvigstad.

⁸⁰ Også økonomer tilknyttet Universitetet i Bergen tok til orde for inflasjonsmål på denne tiden. Se Kvilekval og Vårdal 1997.

⁸¹ Lars E. O. Svensson, ”Exchange Rate Target or Inflation Target for Norway?” i Christiansen og Qvigstad, 1997: 135-136.

⁸² Eilev S. Jansen, ”Comment on ‘Exchange Rate Target or Inflation Target for Norway?’ by Lars E. O. Svensson” i Christiansen og Qvigstad, 1997: 141-142.

⁸³ ”Videre arbeid med inflasjonsmål”, notat av Jan F. Qvigstad, 22. august 1997.

⁸⁴ Brevet er trykket i *Penger og kreditt* 1997 (4). Det ble ikke vedlagt, eller henvist til, i Nasjonalbudsjettet.

⁸⁵ Samtale med Jarle Berge i Norges Bank 5. april 2011.

⁸⁶ St. meld. nr. 1 (1997-98) *Nasjonalbudsjettet for 1998*.

Norges Banks arbeid med å hente impulser fra utlandet fortsatte. I slutten av januar 1998 var Storvik og Bergo på besøk i Bank of England. Etter Tony Blairs valgseier i 1997 hadde den engelske sentralbanken blitt bevilget operasjonell uavhengighet i rentefastsettelsen.⁸⁷ Det var som følge av dette opprettet et nytt organ i sentralbanken – the Monetary Policy Committee (MPC). En gang i måneden kom komiteen sammen for å vurdere om det skulle gjøres renteendringer. Storvik og Bergo overvar den forberedende delen av komiteens sammenkomst som var satt av til presentasjoner av bakgrunnsmateriale fra saksbehandlere på ulike felt. Dette besøket kom til å gi viktig inspirasjon til flere av de endrede rutinene som etter hvert også skulle gjøres i Norges Bank.⁸⁸

I Storviks årstale i februar 1998 uttalte sentralbanksjefen i klare ordelag at det var uenighet mellom norske politiske myndigheter og Norges Bank når det gjaldt hvordan pengepolitikken burde innrettes i den situasjon man var i. Sentralbanksjefen kom likevel ikke til å bruke mye tid på dette spørsmålet i talen. Han understrekte at Norges Bank tok myndighetenes syn ”til etterretning” og at den lojalt ville følge opp de retningslinjer som var blitt trukket opp.⁸⁹ Norges Bank arbeidet imidlertid forholdsvis aktivt med å selge inn inflasjonsstyringsregimet overfor stortingspolitikkerne i andre fora. Storvik inviterte blant annet Urban Bäckström, sentralbanksjefen i Sveriges Riksbank, til å holde foredrag om temaet på en middag i Norges Bank med finanskomiteen.⁹⁰

Etter at kronen hadde kommet tilbake til sitt utgangsniveau sommeren 1997, styrket den seg noe i tredje kvartal for så å svekke seg noe i fjerde kvartal. Ved årsskiftet 1997/98 var kronkursen 101,4 målt ved ECU-indeksen, mens tremånedrenten lå 0,8 prosent under tilsvarende ECU-rente. Kronen svekket seg gradvis første halvdel av 1998.⁹¹ Dette hadde sammenheng med et fall i oljeprisen som igjen kunne forklares med den økonomiske krisen i Asia, som brøt ut i andre halvdel av 1997. Krisen førte til en global revurdering av risiko som det norske finansmarkedet også ble rammet av. Den ekspansive pengepolitikken spesielt, og den

⁸⁷ I de første årene med inflasjonsstyring etter EMS-krisen trengte Bank of England godkjenning av Finansdepartementet for å endre sine renter.

⁸⁸ I forbindelse med de endringene som var gjort i Storbritannia ble det i slutten av januar arrangert et seminar ved den britiske ambassaden i Oslo. Sir Alan Budd, medlem av den nyopprettede pengepolitiske komiteen, redegjorde her for omleggingen av engelsk pengepolitikk. Foredraget ble oversatt til norsk og trykket i *Penger og kreditt* 1998 (2).

⁸⁹ Storviks årstale 1998, trykket i *Penger og kreditt* 1998 (1).

⁹⁰ Samtale med Kjell Storvik i Norges Bank 4. mai 2011.

⁹¹ Se “Endring i folioinnskudds og d-lånsrenten/foreleggelse for Finansdepartementet”, notat 18. mars 1998.

makroøkonomiske utviklingen generelt, førte til at inflasjonsforventningene for norsk økonomi tiltok.⁹²

I løpet av våren endret virkemiddelbruken seg fra innretning der målet var å bringe kronekursen ned til utgangsleiet til å være innrettet mot å hindre den i å komme på nedsiden. Mens den norske tremånedrenten i begynnelsen av 1998 lå tre firedelers prosent under ECU-renten, ble den i slutten av juni liggende høyere enn ECU-renten. Utviklingen i lønnsoppgjøret, betydelig reduserte anslag for overskuddet på driftsbalansen i revidert nasjonalbudsjett, og manglende innstramming i det samme budsjettet gjorde inntrykk på markedsaktørene og svekket tilliten til norsk økonomi betraktelig.⁹³

⁹² Grete Hammerstrøm og Jon Nicolaisen, "Konjunkturutviklingen og Norges Banks vurderinger 1996-1998" i "Sentralbanken i forandringens tegn" (festskrift til Kjell Storvik), *Norges Banks skriftserie* nr 28, Oslo, 1999.

⁹³ Fra ØKA til Hovedstyret, "Norges Banks virkemiddelbruk gjennom 1998", notat av 12. oktober 1998; Fra Markedsoperasjonsavdelingen til Hovedstyret, "Utviklingen i valutamarkedet i Norge i juli og august – en markedsvurdering", notat av 12. oktober 1998 (Disse to notatene er heftet sammen).

5. Valutauroen høsten 1998

Sensommeren og høsten 1998 ble det på ny konflikt mellom hensynet til en stabil valutakurs og en stabil økonomisk utvikling. For andre gang siden innføringen av kursordningen av mai 1994 førte markedspress til at norske myndigheter ble tvunget til å la kronen flyte ut av sitt løst definerte leie.

Ved inngangen til august lå kronen rundt 105 målt ved ECU-indeksen, som var svakere enn på lenge.⁹⁴ Den internasjonale krisen i finansmarkedene ble forverret denne måneden og drev frem store kapitalbevegelser og regelrett flukt fra mindre likvide valutaer til de valutaer som ble oppfattet som ”trygge havner”. Som følge av dette svekket også den norske kronen seg. Etter å ha intervenert med kronekjøp i begynnelsen av måneden, valgte Norges Bank 12. august å sette opp signalrentene med en halv prosent.⁹⁵ Dette stanset depresieringspresset i noen dager, men kronesvekkelsen startet igjen uken etter. I pengemarkedet dannet det seg raskt en forventning om at sentralbanken om kort tid ville øke styringsrenten med ytterligere en halv prosent. For forsøksvis å demonstrere at Norges Bank mente alvor med å ville stabilisere kronekursen tok derfor sentralbanksjefen til orde for en større renteøkning enn markedsaktørene hadde priset inn.⁹⁶ Før markedet åpnet fredag 21. august ble det bestemt at styringsrenten skulle heves med halvannet prosentpoeng slik at den ble liggende på sju prosent.⁹⁷ Kronen fortsatte imidlertid å være svak gjennom fredagen, på tross av ikke ubetydelige intervensjoner. Like før valutahandelen stengte for helgen registrerte Norges Bank et tilnærmet uendelig tilbud av norske kroner til den pris de gikk ut med, og banken måtte derfor trekke seg ut av markedet.⁹⁸

I helgen ble det holdt flere møter i sentralbankens administrasjon og med embetsverket i Finansdepartementet. Det ble vurdert som uansvarlig å anvende intervensjoner i stor skala for å demme opp mot presset siden dette kunne virke selvforsterkende og potensielt innebære betydelige tap, slik utviklingen hadde vært høsten 1992. Store renteøkninger ble også ansett

⁹⁴Fra Markedsoperasjonsavdelingen til Hovedstyret, ”Utviklingen i valutamarkedet i Norge i juli og august – en markedsvurdering”, notat av 12. oktober 1998.

⁹⁵ Fra ØKA til Hovedstyret, ”Norges Banks virkemiddelbruk gjennom 1998”, notat av 12. oktober 1998; Fra Markedsoperasjonsavdelingen til Hovedstyret, ”Utviklingen i valutamarkedet i Norge i juli og august – en markedsvurdering”, notat av 12. oktober 1998 (Disse to notatene er heftet sammen). Se også ”Referat fra møtet mellom Norges Bank og Finansdepartementet torsdag 20. august 1998” i rød perm.

⁹⁶ ”Referat fra møte mellom Norges Bank og Finansdepartementet 20. august 1998”, rød perm.

⁹⁷ Norges Banks hovedstyreprotokoll 21. august 1998; ”Sentralbanksjefens innledning / redegjørelse for hovedstyret 21.08.98”, notat, Bergos arkivmateriale.

⁹⁸ Til finansministeren fra sentralbanksjefen, utkast til brev, ”Situasjonen i penge- og valutapolitikken”, 27. august 1998, Bergos arkivmateriale.

som lite hensiktsmessig ettersom dette ikke ville være opprettholdbart over tid. Bruk av unntaksbestemmelsen i kursforskriften syntes som det eneste aktuelle om kurssvekkelsen fortsatte. Drøftingene konsentrerte seg derfor om ved hvilken kurs man skulle slippe og hvilket rentenivå man skulle opprettholde.

Norges Banks ledelse og administrasjon tok til orde for å legge vekt på hvilket rentenivå som kunne bidra til å stabilisere utviklingen i norsk økonomi. 8 prosent ble vurdert som tilstrekkelig for på sikt å dempe inflasjonsforventningene. Dette ville i omtrentlig størrelsesorden være tre prosent over den tilsvarende ECU-renten, et risikotillegg Norges Bank mente norsk økonomi kunne leve med en stund.

I Finansdepartementet var man opptatt av hvilket rentenivå som ville være forenlig med kravet om at kronen etter hvert skulle bringes tilbake til utgangsløyet. I møte mellom banken og departementet ga departementets representanter uttrykk for at renten burde settes noe høyere enn 8 prosent.⁹⁹ Norges Bank kom likevel til å holde fast på sitt syn, og helgens diskusjoner resulterte i at man ville legge seg på et rentenivå på 8 prosent.

Finansdepartementet sørget imidlertid for å understreke at målet for pengepolitikken sto fast og at det rentenivå som var valgt på sikt skulle bidra til å føre kronen tilbake i sitt utgangsløye. Med hensyn til slippunktet for kronekursen samtykket departementet og sentralbanken om at det ville svekke troverdigheten for systemet om man lot kronen svekke seg betydelig før en påberopte seg unntaksbestemmelsen. Grensen for å gi opp intervensjonene ble satt ved 107 på ECU-indeksen.¹⁰⁰

Utover morgentimene mandag 24. august svekket kronen seg og nærmet seg raskt det avtalte slippunktet på indeksen. Klokken tolv ble punktet passert og sentralbanksjefen forela umiddelbart saken for Finansdepartementet pr telefon.¹⁰¹ Beslutningen om å heve styringsrenten til åtte prosent og den inntil videre suspensjonen av virkemiddelbruken ble kunngjort kort tid etterpå.

Beslutningen om å heve renten med en prosent 24. august 1998 ble tatt av sentralbanksjefen, ved bruk av den såkalte generalfullmakten fra Hovedstyret, etter at saken var blitt forelagt

⁹⁹ Jan F. Qvigstad var til stede på møtene mellom Norges Bank og Finansdepartementet.

¹⁰⁰ Norges Banks hovedstyreprotokoll 27. august 1998.

¹⁰¹ Se notatet "Referat fra møtet mellom Norges Bank og Finansdepartementet mandag 24. august 1998", i rød perm (Overskriften på notatet kan virke noe villedende. Det dreide seg kun om et telefonmøte).

Finansdepartementet. Da man etter desember 1992 sluttet å operere med trange svingningsmarginer ble rommet for skjønnsutøvelse i rentefastsettelsen større. På litt sikt la dette til rette for at Hovedstyret kunne involveres i rentebeslutningene. En slik endring i beslutningspraksisen fikk sommeren 1998 støtte i et notat fra direktør Bernt Nyhagen i sentralbankens juridiske avdeling. Her ble det påpekt at det i henhold til sentralbankloven var Hovedstyret samlet som burde fatte beslutninger om renten.¹⁰² På bakgrunn av Nyhagens notat ble det på en arbeidsmiddag 19. august 1998 enighet om nye rutiner, hvor Hovedstyret, så langt det lot seg gjøre, skulle innkalles ved rentebeslutninger. Den store rentehevingen på halvannen prosent fredag 21. august ble vedtatt i plenum, under tidspress før markedet åpnet.¹⁰³

Etter drøftelsene i sentralbankens administrasjon og i Finansdepartementet helgen 22. og 23. august var det som nevnt forventet at mandagen ville bringe en renteøkning og at kursen måtte gis opp. På morgenen ble det derfor, i tråd med de nye rutinene, innkalt til hovedstyremøte kl 14 samme dag. Men som vi har sett førte den raske kurssvekkelsen til at det avtalte slippunktet ble nådd før den tid, og sentralbanksjefen tok derfor avgjørelsen ved bruk av generalfullmakten. Det planlagte hovedstyremøtet kl 14 ble avlyst. Dette gjorde at flere av hovedstyremedlemmene ba om ytterligere utredning om rutinene rundt rentebeslutningene.¹⁰⁴

Etter avgjørelsen om å slippe kronen mandag 24. august var det enkelte kommentatorer i media som begynte å så tvil omkring hvorvidt Norges Bank forfulgte et mål om stabil valutakurs for den norske krone. Storvik forsøkte å tilbakevise disse spekulasjonene i et foredrag for valutameglernes forening 28. august.¹⁰⁵ Sentralbanksjefen insisterte i løpet av foredraget flere ganger på at suspensjonen av virkemidlene var i henhold til forskriften, og at myndighetenes mål var at kronen på sikt skulle tilbake til sitt utgangsløp. Overfor Finansdepartementet etterlot imidlertid Storvik ingen tvil om hva han mente om innretningen av pengepolitikken på dette tidspunktet. I et utkast til et brev til finansminister Gudmund

¹⁰² Samtale med Kjell Storvik i Norges Bank 4. mai 2011.

¹⁰³ Norges Banks hovedstyreprotokoll 21. august 1998; "Sentralbanksjefens innledning / redegjørelse for hovedstyret 21.08.98", notat, Bergos arkivmateriale.

¹⁰⁴ Hovedstyreprotokollen 27. august 1998; "Rutinene for Hovedstyrets rentebeslutninger", ØKA-notat 23. oktober 1998.

¹⁰⁵ Foredrag på generalforsamlingen til FOREX Norway 28. august 1998: "Aktuelle økonomiske og pengepolitiske problemstillinger". Publisert på Norges Banks nettside: http://www.norges-bank.no/templates/article____18002.aspx

Restad, som var satt sammen på bakgrunn av diskusjonene helgen 22. og 23. august, skrev sentralbanksjefen:

Jeg har kommet til at en vesentlig del av den krisen vi nå har, skyldes selve det valutapolitiske regimet, som i sin karakter innbyr til spekulasjon mot valutaen. I tillegg medførte regimet at vi gjennom 1997 måtte føre en ekspansiv pengepolitikk, noe som i seg selv har forverret den situasjonen vi nå har kommet inn i. Utviklingen i de internasjonale finansmarkedene – herunder gjentatt [sic] vellykkede angrep på ulike fastkursregimer i løpet av 1990-årene – tilsier etter min mening at et mål om stabil valutakurs for pengepolitikken i Norge ikke lenger er troverdig i markedene.¹⁰⁶

De første dagene etter norske myndigheter besluttet å fryse bruken av renteøkninger og intervensjoner hadde kronen svekket seg kraftig. Dagen før Storviks foredrag for valutameglerne nådde den 115,2 mot ECU-indeksen, en foreløpig bunnrekord etter at man i desember 1992 måtte gi slipp på 100 blank. Til lettelse for myndighetene styrket kronen seg noe igjen etter dette. I september stabiliserte den seg noenlunde og beveget seg i korridoren mellom 108,5 til 111,5.

Urolighetene i valutamarkedet var likevel ikke over og fra slutten av september bidro dette til at kronen på nytt ble svekket. I Norges Bank anså man ytterligere depresiering som særdeles uønsket ettersom det kunne bety for kraftige inflasjonsimpulser fra utlandet.¹⁰⁷ I neste omgang kunne forventninger om prisstigning ytterligere forsterke depresieringstendensene. Dette kunne i verste fall føre til at man mistet kontroll over utviklingen. Av den grunn vedtok sentralbanksjefen 13. oktober å gjenoppta forsiktige valutaintervensjoner for å støtte opp om kronen.¹⁰⁸ I og med at retningslinjene i kursforskriften tilsa at virkemiddelbruken skulle være begrenset, dog uten å spesifisere hva dette innebar, ble det etter konsultasjonsmøter med Finansdepartementet og innad i Norges Banks administrasjon vedtatt en intervensjonsramme på 25 milliarder kroner.¹⁰⁹ Ytterligere bruk av renten som virkemiddel for å hindre kursbevegelser på helt kort sikt ble regnet som uaktuelt. Dette mente man fortsatt ville virke

¹⁰⁶ Til finansministeren fra sentralbanksjefen, utkast til brev, "Situasjonen i penge- og valutapolitikken", 27. august 1998, Bergos arkivmateriale.

¹⁰⁷ Se sentralbanksjefens notat av 15. oktober: "Situasjonen i penge- og valutapolitikken", i Bergos arkivmateriale.

¹⁰⁸ Se "Virkemiddelvurdering – oktober 1998", notat av 15. oktober 1998, i rød perm.

¹⁰⁹ Se sentralbanksjefens notat av 15. oktober: "Situasjonen i penge- og valutapolitikken", i Bergos arkivmateriale; Hovedstyreprotokollen 15. oktober 1998.

mot sin hensikt, ved at det ikke var troverdig eller opprettholdbart over tid.¹¹⁰ Det ble sendt ut en pressemelding hvor sentralbanken påpekte at den anså svekkelsen av kronen som overdreven og at den ville gjenoppta valutahandel som en del av pengepolitikken.¹¹¹

Depresieringspresset fra slutten av september og i begynnelsen av oktober ble hovedsakelig forklart med utviklingen i internasjonale finansmarkeder som følge av Asia-krisen og den fremvoksende krisen i Russland med mulig smitte til Brasil og de andre landene i Latin-Amerika.¹¹² Internasjonale investorer flyktet fra risikable til mer sikre papirer. Det var imidlertid også knyttet usikkerhet til den økonomiske utviklingen i Norge, herunder utviklingen i oljeprisen og situasjonen i finanspolitikken.¹¹³ Skulle kronen vise en markert tendens til fortsatt svekkelse, på tross av intervensjonene, måtte Norges Bank vurdere om en ytterligere forsterkning av virkemiddelbruken var forenlig med den gjeldende kursforskrift og de tilhørende retningslinjer.¹¹⁴ På samme tid som man diskuterte disse eventualitetene, ble brevet i forbindelse med nasjonalbudsjettet for 1999 ferdigbehandlet i Hovedstyret. Brevet skilte seg ikke mye fra tidligere budsjettbrev når det gjaldt styrets samlede anbefalinger. Et medlem, Torgeir Høien, gikk imidlertid i en særmerknad inn for at det hadde vært naturlig å drøfte en endring av det pengepolitiske regimet i nasjonalbudsjettet.¹¹⁵

Intervensjonene gjennom andre halvdel av oktober og første halvdel av november bidro til å stanse kronesvekkelsen, men valutareservene som var satt av ble gradvis mindre.¹¹⁶ På hovedstyremøtet 18. november diskuterte medlemmene hvordan man skulle håndtere en situasjon der intervensjonsrammen var brukt opp. Det ble påpekt at innenfor den eksisterende retningslinje ville Norges Bank stå uten effektive virkemidler for å hindre et ytterligere fall i kronekursen. Sentralbanklovens paragraf 3 tilsa da at departementet måtte underrettes om at det var behov for tiltak av penge-, kreditt- og valutapolitisk karakter av andre enn banken.¹¹⁷ Hovedstyret vedtok at hvis en slik situasjon skulle oppstå, skulle det, frem til det ble ”politisk

¹¹⁰ Fra Område 1/ØKA til Hovedstyret, ”Strateginotat”, 7. desember 1998. Se sentralbanksjefens notat av 15. oktober: ”Situasjonen i penge- og valutapolitikken”, i Bergos arkivmateriale.

¹¹¹ Hovedstyreprotokoll 15. okt. 1998.

¹¹² Samtale med Kjell Storvik 4. mai 2011.

¹¹³ Se sentralbanksjefens notat av 15. oktober: ”Situasjonen i penge- og valutapolitikken”, i Bergos arkivmateriale.

¹¹⁴ Se ”Virkemiddelvurdering – oktober 1998”, notat av 15. oktober 1998, i rød perm.

¹¹⁵ ”Vedlegg til Norges Banks brev til Finansdepartementet av 21. oktober 1998. Særmerknad fra Hovedstyrets medlem Torgeir Høien”.

¹¹⁶ ”Virkemiddelvurdering desember 1998”, ØKA-notat 10. desember 1998.

¹¹⁷ Til Hovedstyret fra ØKA, ”Alternativer i en situasjon der kursforskriften settes ut av kraft”, notat av 17. november 1998.

avklaring” om veien videre, kunne brukes ytterligere intervensjoner utover den avtalte rammen for et nærmere bestemt beløp.¹¹⁸ Denne ekstrarammen ble senere ble fastsatt til femten milliarder kroner.¹¹⁹

På det samme hovedstyremøtet var det også satt av tid til å diskutere alternative pengepolitiske regimeløsninger. ØKA hadde forberedt et notat hvor ulike løsninger var satt opp dersom kursforskriften skulle bli satt ut av kraft. Det var kun inflasjonsmål som ble vurdert som et brukbart alternativ.¹²⁰ Flere av medlemmene i hovedstyret fant det imidlertid vanskelig å ha ”en realitetsdrøftelse” om de forskjellige alternativer, og ba om at det ble holdt et nytt møte om saken senere. Dette skyldtes at noen av medlemmene ville diskutere ØKAs anbefalinger med sine rådgivere.¹²¹

Hovedstyrets medlemmer hadde taushetsplikt om styreanliggender. Enkelte av styremedlemmene fant imidlertid noen av sakene så vanskelige at de trengte å rådføre seg med sine vararepresentanter før man ville ta en beslutning.¹²² Sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen var lite begeistret for denne praksisen, som de mente svekket tyngden av sentralbankens faglige råd.¹²³ I ettertid har Storvik beskrevet Hovedstyret han ledet som et ”Mini-Storting”: ”Styremedlemmene kunne ikke mene noe annet enn partiene de representerte. Beslutningene ble dermed fattet utenfor Hovedstyret”.¹²⁴

Kursregimespørsmålet ble diskutert videre på hovedstyremøtet 24. november.¹²⁵ Det ble imidlertid ikke tatt noe avgjørelse om å gi råd til regjeringen på dette møtet heller. Medlemmene var likevel innforstått med at sentralbanksjefen på kort varsel kunne bli anmodet av finansministeren om å tilkjenne sitt syn før Hovedstyret igjen fikk behandlet saken. Det var forståelse for at sentralbanksjefens råd i en slik situasjon ville være i samsvar

¹¹⁸ Hovedstyreprotokollen 18. november 1998.

¹¹⁹ Til sentralbanksjefen fra MOA, ”Intervensjonsstrategi for den ekstraordinære rammen på 15 milliarder kroner”, notat 9. desember 1998.

¹²⁰ Til Hovedstyret fra ØKA, ”Alternativer i en situasjon der kursforskriften settes ut av kraft”, notat av 17. november 1998.

¹²¹ Samtale med Jarle Bergo 13. april 2011.

¹²² Se Bernt Nyhagen, ”Sentralbanklovgiving – utviklingslinjer og endringsbehov” i *Norges Banks skriftserie* nr 28, 1999; ”Hovedstyrets arbeidsform”, notat av 2. februar 1996 i Bergos arkivmateriale; Notat til ledergruppen fra Kjell Storvik, 18. mars 1996.

¹²³ Storvik hadde derfor kort tid etter han overtok etter Moland høsten 1995 satt i gang arbeid med å definere og avgrense styremedlemmenes rolle og hvem de representerte (Til ledergruppen fra Bernt Nyhagen, ”Norges Banks rådgiverrolle – særlig om forholdet mellom hovedstyret og sentralbanksjefens uttalelser”, notat av 12. oktober 1995).

¹²⁴ Samtale med Kjell Storvik i Norges Bank 4. mai 2011.

¹²⁵ Hovedstyrets protokoll 24. november 1998.

med anbefalingen i ØKA-notatet som var lagt frem på møtet uken før – altså en tilråding om en overgang til inflasjonsmål.¹²⁶

Intervensjonene for å støtte kronen fortsatte gjennom november og reservene som var avsatt minsket raskt. I begynnelsen av desember var den opprinnelige rammen på 25 milliarder kroner oppbrukt.¹²⁷ Det ble holdt flere møter med Finansdepartementet og internt i Norges Bank for å forsøke å få en avklaring på hva som nå skulle gjøres.¹²⁸ På hovedstyremøtet 9. desember påpekte Storvik at det nå kun var ytre omstendigheter, som økt oljepris eller en stabilisering av internasjonale finansmarkeder, som kunne bidra til at kronen kom tilbake til leiet. Han advarte mot å legge slike omstendigheter til grunn for pengepolitikken. Storvik anbefalte at styret ga regjeringen råd om overgang til inflasjonsmål, og at rådet ble gitt så raskt som mulig.¹²⁹ Styret kom heller ikke denne gang til enighet om rådgiving til tross for sentralbanksjefens sterke oppfordring. Det var fortsatt femten milliarder i ekstrabevilget ramme ubrukt. Det ble protokollført at diskusjonen ville fortsette på neste møte.

Dagen etter, den 10. desember, ble det holdt et møte mellom Norges Banks ledelse og administrasjon og Finansdepartementet. Ifølge Jarle Bergo understrekte departementets representanter at de var godt kjent med sentralbankledelsens syn, men at politiske hensyn tilsa at regjeringen ikke ønsket å få et råd på dette tidspunktet. Det ble fremhevet at regjeringen ville komme i ”en veldig vanskelig situasjon” hvis Norges Bank gav råd om kursregimeskifte.¹³⁰

14. desember holdt Hovedstyret nytt møte. Kronen hadde svekket seg en del de siste dagene. Det var brukt to milliarder kroner av tilleggsrammen på femten milliarder. Man var ikke kommet noe nærmere en avklaring i kursregimespørsmålet. Sentralbanksjefen la på møtet frem skisse til en mulig beslutning med grunnlag i at Norges Bank skulle tilkjenne når det etter bankens oppfatning var behov for tiltak av penge-, kreditt og valutapolitisk karakter av andre enn banken. Etter å ha drøftet dette kom Hovedstyret til at det ville utsette en slik avgjørelse ytterligere. På dette møtet var påtroppende sentralbanksjef ved årsskiftet, Svein

¹²⁶ Hovedstyrets protokoll 18. november 1998.

¹²⁷ Fra Område 1/ØKA til Hovedstyret, ”Strateginotat”, 7. desember 1998.

¹²⁸ Se ”Virkemiddelvurdering desember 1998”, notat av 10. desember; Fra Område 1/ØKA til Hovedstyret, ”Strateginotat”, notat av 7. desember; Utkast til brev/notat fra Område 1/ØKA til finansministeren, ”Utformingen av penge- og valutapolitikken”, 9. desember 1998.

¹²⁹ Se ”Talepunkter for KS Hovedstyre 9.12.98”, i Bergos arkivmateriale.

¹³⁰ Samtale med Jarle Bergo i Norges Bank 18. mars 2011.

Gjedrem, til stede.¹³¹ Han var imidlertid ”bare observatør på dette tidspunktet og deltok ikke i drøftingen”.¹³²

Ifølge Eystein Gjelsvik, som var varamedlem i Hovedstyret mellom 1996 og 2002, var LO skeptiske til å endre valutaforskriften høsten 1998. ”LO ville ha inntektspolitisk samarbeid og nominell forankring i valutakursen”. Gjelsvik mener likevel at Storvik håndterte kurspolitikken for rigid høsten 1998.¹³³

Usikkerheten rundt det norske pengeregimet og kronkursen bidro til spekulasjoner i første halvdel av desember.¹³⁴ Sprikende uttalelser fra finansministeren og sentralbanksjefen om hva som skulle regnes som kronens utgangsløse gjorde forvirringen stor blant markedsaktørene.¹³⁵ 15. desember nådde kronen helt ned til rekordnivået 116 på ECU-indeksen. Da snudde imidlertid utviklingen. 16. desember offentliggjorde Norges Bank en ny inflasjonsrapport som ble positivt mottatt av markedet.¹³⁶ Samtidig var situasjonen i internasjonale finansmarkeder i ferd med å roe seg noe. Dette bidro til å styrke kronen noe.¹³⁷ I hovedstyremøte 16. desember konstaterte Storvik at det ikke var flertall i styret for en tilråding om å endre det pengepolitiske regimet. Det ble ikke tatt flere initiativ til endringer i pengepolitikken frem mot nyttår. Kronen stabiliserte seg og styrket seg til 110 på slutten av måneden blant annet som følge av økt oljepris og at markedsaktørene vendte fokuset mot introduksjonen av den teoretiske ecus arvtaker, Euro, 1. januar.¹³⁸

¹³¹ Hovedstyreprotokollen 14. desember 1998.

¹³² Samtale med Svein Gjedrem i Finansdepartementet 7. juli 2011.

¹³³ Samtale med Eystein Gjelsvik i Norges Bank 8. juni 2011.

¹³⁴ ”Ute av kurs” *Dagens Næringsliv* 16. desember 1998.

¹³⁵ ”Markedsaktørene fortviler – skjønner ingenting” i *Dagens Næringsliv* 18. desember 1998.

¹³⁶ Inntil høsten 1998 hadde Hovedstyrets medlemmer mottatt inflasjonsrapporten samtidig som den ble publisert. Som følge av nye rutiner ble det i et notat fra oktober, med virkning fra inflasjonsrapporten i desember, lagt opp til at hovedpunkter i inflasjonsrapporten skulle presenteres styret i forkant av publiseringen. Styremedlemmene kan altså ha vært kjent med hovedkonklusjonene fra rapporten i noe tid før offentliggjøringen 16. desember (Se ”Rutinene for Hovedstyrets beslutninger”, notat av 23. oktober 1998).

¹³⁷ ”Norges Bank og oljerapport styrket kronen” i *Dagens Næringsliv* 17. desember 1998.

¹³⁸ ”Høyere oljepris styrket kronen” i *Dagens Næringsliv*, 31. desember 1998.

6. Fra reell til formell inflasjonsstyring

Svein Gjedrem overtok som sentralbanksjef ved årsskiftet 1998/99. Han hadde i tre år vært departementsråd i Finansdepartementet og hadde gjennom hele 1990-tallet vært sentral i diskusjonen mellom departementet og Norges Bank om pengepolitikken. Mandag 4. januar møtte den nye sentralbanksjefen pressen og beskrev hvordan han mente at pengepolitikken skulle føres. Det var et mål å holde valutakursen stabil, men det var ikke nødvendig eller mulig å finstyre den til enhver tid. Gjedrem la i stedet vekt på at en pris- og kostnadsvekst ned mot nivået euro-landene siktet mot var en forutsetning for en stabil valutakurs på lengre sikt.

Reaksjonene på Gjedrems pressekonferanse lot ikke vente på seg. Allerede klokken 11.18 publiserte Reuters den nye sentralbanksjefens uttalelser hvor de konkluderte med at han hadde lagt om pengepolitikken til inflasjonsstyring.¹³⁹ Dette var signalet markedet hadde ventet på, og pengemarkedsrenten falt umiddelbart.

Gjedrems uttalelser var i samsvar med hva Norges Banks ledelse og administrasjon lenge hadde tatt til orde for. Kjell Storvik hadde imidlertid hatt den oppfatning at det trengtes en forskriftsendring før man kunne ta mindre hensyn til den kortsiktige valutakursutviklingen. Jarle Berge, som var visesentralbanksjef både under Storvik og Gjedrem, har senere innrømmet at Norges Banks ledelse ”kanskje leste forskriften for bokstavtro” høsten 1998.¹⁴⁰ Gjedrem kom uansett til å tolke den gjeldende forskriften videre enn sine forgjengere. Samtidig hadde utviklingen i siste kvartal 1998 med nedgang i internasjonale renter og tegn til konjunkturavmatning i norsk økonomi gitt grunnlag for rentenedsetting. Gjedrem hadde diskutert innretningen av pengepolitikken med ØKA i løpet av ukene før han tiltrådte.¹⁴¹ Dette kommer blant annet frem i to ØKA-notater fra lille julaften med randbemerkninger fra den påtroppende sentralbanksjefen.¹⁴² I ettertid har imidlertid flere av de involverte, blant andre Jarle Berge, uttalt at de opplevde forberedelsene til Gjedrems tiltredelse som ”business as usual”.¹⁴³

¹³⁹ ”Norway c.bank says can change rates before NOK up”, pressemelding Reuters 4. januar 1999.

¹⁴⁰ Samtale med Jarle Berge i Norges Bank 13. april 2011.

¹⁴¹ Se notatet ”Utforming av inflasjonsmål for Norge”, skrevet av Øistein Røisland, 15. september 1998. Dette var et viktig bakgrunnsnotat i diskusjonene Gjedrem hadde med ØKA.

¹⁴² ”Til Gjedrem fra Område 1/ØKA, ”Gjennomføringen av pengepolitikken i 1999 – noen momenter”, notat av 23. desember 1998; Til Gjedrem fra Område 1/ØKA, ”Spørsmål og svar’ til nyttårsintervju av den nye sentralbanksjefen”, notat av 23. desember 1998.

¹⁴³ Samtale med Jarle Berge i Norges Bank 13. april 2011.

Gjedrem innførte i januar 1999 det systemet som Storvik lenge hadde argumentert for. Gjedrem gjorde det ved å utvide tidsperspektivet for valutakursstabilitet. Storvik ville gjøre det samme, men ville først ha ny forskrift. Dette ble stoppet i Hovedstyrets behandling. Da Svein Gjedrem presenterte sin løsning, var det derimot ingen motstand å spore hos styremedlemmene. Varamedlem Eystein Gjelsvik har i ettertid uttalt at ”Gjedrems løsning var helt grei for oss – så lenge det ikke betød vedvarende styrking av kronekursen, fordi det ville undergrave det inntektspolitiske samarbeidet og svekke grunnlaget for industrien”.¹⁴⁴

Selv om enkelte aviser og kommentatorer etter 4. januar 1999 uttalte at Norges Bank nå i praksis opererte med inflasjonsmål og at Gjedrem hadde gjort et ”kupp”, ble ikke noe slikt innrømmet av norske politiske myndigheter.¹⁴⁵ Da Fremskrittspartiets Carl I. Hagen i Stortingets spørretime, med henvisning til en kommentar fra statsminister Bondevik i Dagbladet, stilte spørsmål om kursregimestatus til finansminister Gudmund Restad, svarte statsråden at retningslinjene for pengepolitikken lå fast og at valutaforskriften fra mai 1994 ikke var endret.¹⁴⁶ Finansministeren understrekte samtidig at den gjeldende kursforskriften gav sentralbanken og Gjedrem den fleksibiliteten som trengtes i pengepolitikken.¹⁴⁷

I sin første årstale, i februar 1999, utdypet Gjedrem sitt og Norges Banks syn på pengepolitikken:

Norges Bank skal innrette sine virkemidler mot stabilitet i kronens verdi. Vi må ikke se oss blinde på den daglige noteringen av valutakursen. Erfaringene fra de siste årene viser at Norges Bank må ha øye for de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet over tid [...] Det er to grunnleggende forutsetninger som må være oppfylt for at vi skal oppnå stabilitet mot europeiske valutaer. For det første må vi etter hvert få pris- og kostnadsveksten ned mot den stigningen eurolandene sikter mot. En høy pris- og kostnadsvekst vil i seg selv skape forventninger om kursfall. Pengepolitikken må derfor innrettes slik at pris- og kostnadsveksten i Norge bringes ned mot målet for prisstigningen i Europa.

[...] For det andre må ikke renten settes så høyt at pengepolitikken bidrar til nedgangstider av en art som kan svekke tillitten til kronen

¹⁴⁴ Samtale med Eystein Gjelsvik i Norges Bank 8. juni 2011.

¹⁴⁵ Se f. eks. ”Setter Norges Bank fri”, intervju med Svein Gjedrem i *Aftenposten*, 5. januar 1999.

¹⁴⁶ Ifølge Skånland 1999 var det kontakt mellom norske myndigheter og den europeiske kommisjonen tidlig i 1999 om mulighetene for samarbeid i valutakurspolitikken. Dette resulterte imidlertid ikke i annet enn i ”høflige meddelelser om standpunkter”.

¹⁴⁷ Stortingets spørretime 27. januar 1999, Bergos arkivmateriale.

[...] Når finanspolitikken og pengepolitikken på denne måten innrettes med sikte på å påvirke den innenlandske økonomien, er det viktig at de to delene av den økonomiske politikken er tilpasset hverandre. Det er imidlertid en risiko for at det kan oppstå situasjoner der Norges Bank ut fra sin vurdering av de økonomiske utsiktene holder en høy rente, mens statsmyndighetene øker utgiftene på statsbudsjettet for å stimulere sysselsettingen. Dette er et reelt dilemma.

Ut fra sitt mandat og ansvar kan Norges Bank trolig best møte denne utfordringen med å være åpen om sine analyser og reaksjonsmønstre, slik at statsmyndighetene kan ta hensyn til virkningen på Norges banks rentesetting når vedtak om statsbudsjettet blir fattet. Målet for pengepolitikken og Norges Banks mandat er gitt av våre politiske myndigheter. Det er avgjørende for en vellykket pengepolitikk, at finanspolitikken maktet sin oppgave.

Dette var resonnementer som hadde gått igjen i årstalene til de tre foregående sentralbanksjefene, Skånland, Moland og Storvik.

Fallet i markedsrentene i januar tillot en senking av styringsrenten mot slutten av måneden. 28. januar satte derfor Norges Bank renten ned med et halvt prosentpoeng. Beslutningen ble tatt av styret i plenum. At Gjedrem hadde tydeliggjort at det var rom for skjønnsutøvelse i pengepolitikken gjorde en slik fellesdeltakelse ved rentebeslutninger enklere å organisere. Banken ville i enda mindre grad enn de siste årene måtte reagere automatisk på kursbevegelser.¹⁴⁸ I hovedstyremøte 19. mai 1999 vedtok man derfor en endring av rentebeslutningsprosedyren. Norges Bank skulle fra nå publisere datoene for Hovedstyrets ordinære møter og vedtak om renteendring ville normalt bli fattet på disse møtene.¹⁴⁹ Fra 2003 ble også prosedyren for valg av styremedlemmer lagt om. Et nytt styre ble oppnevnt med virkning fra 1. januar 2004. Fra da av ble styret mer profesjonalisert og mindre politisert.

I juli 1999 var Svein Gjedrem og Amund Holmsen i Bank of England og fulgte det forberedende arbeidet før det månedlige møtet i Bank of Englands Monetary Policy Committee.¹⁵⁰ Som nevnt hadde Storvik og Bergo i januar 1998 vært til stede på tilsvarende møte hvor ulike saksbehandlere presenterte data fra sine fagområder. Fra august 1999 ble det lagt opp liknende møter i Norges Bank, under navnet "faktapresentasjon", i forbindelse med rentebeslutningene. Faktapresentasjonen varte 3-4 timer, og alle avdelingene ble bedt om å

¹⁴⁸ "Rutine for Hovedstyrets beslutninger", notat 23. oktober 1998.

¹⁴⁹ Hovedstyreprotokollen 19. mai 1999.

¹⁵⁰ Se "Referat fra møtet i "Pre-MPC Meeting" i Bank of England 2. juli 1999".

legge fram og kommentere nye tall. Dette brakte Norges Banks avdelinger tettere inn i rentebeslutningsprosessen.¹⁵¹

Utviklingen i 1999 var positiv for norsk økonomi. Man fikk et moderat lønnsoppgjør og oljeprisen steg igjen. Dette bidro til å styrke kronen slik at den returnerte til sitt utgangsleie. Styringsrenten ble satt ned i flere omganger; i september lå den på fem og en halv prosent. Den nye skjønnsutøvelsen i rentesettingen ble for første gang satt på prøve ved lønnsoppgjøret våren 2000. Norges Bank valgte å heve renten mens et anbefalt meglingsforslag fra LO/NHO var ute til uravstemming.¹⁵² LOs sjeføkonom Stein Reegård gikk kraftig ut mot Gjedrem og påpekte at Norges Bank måtte ta hensyn til mer enn inflasjonsutsiktene i rentesettingen.¹⁵³ Gjedrem forsvarte avgjørelsen med at prisstigningen i Norge var ventet å bli høyere enn i Europa, og at dette på sikt ville være destabiliserende for norsk økonomi.¹⁵⁴ Rentehevingen var også kontroversiell fordi kronen våren 2000 var sterk i forhold til Euro. Men med en økt aksept for kurssvingninger ville Norges Bank tillate ytterligere appresiering så lenge det var press på realressursene og utsikter til økt inflasjon.

Det ble arbeidet videre med spørsmål knyttet til pengepolitiske regimer i Norges Bank. Våren 2000 ble en gruppe forskere, hovedsakelig fra Norge denne gang, invitert til å analysere norsk pengepolitikk. Det var fortsatt sprikende holdninger til inflasjonsmålsstyring blant norske økonomer. Forkjemperne for inflasjonsmål trakk frem at handlingsrommet i pengepolitikken kunne utvides dersom de politiske myndigheter fastsatte et klart mandat for sentralbanken.¹⁵⁵ I den andre leiren ble det igjen pekt på usikkerheten rundt hvorvidt det inntektspolitiske samarbeidet kunne videreføres etter en omlegging til inflasjonsmål.¹⁵⁶ Bidragene ble publisert samme år i boken *Perspektiver på pengepolitikken*, redigert av Jan F. Qvigstad og Øistein Røisland.

¹⁵¹ E-post fra Amund Holmsen 21. februar 2012.

¹⁵² Episoden behandles hos Sejersted 2003.

¹⁵³ "LOs sjeføkonom om Norges Bank: Må vise politisk skjønn" i *Aftenposten* 21. juni 2000.

¹⁵⁴ "Handlefrihet eller forutsigbarhet i pengepolitikken" i *Aftenposten* 9. juni 2000.

¹⁵⁵ Aanund Hylland, "Er en uavhengig sentralbank udemokratisk?" i Jan F. Qvigstad og Øistein Røisland, *Perspektiver på pengepolitikken*, Gyldendal, Oslo, 2000; Jan F. Qvigstad og Øistein Røisland, "Hva er så spesielt med pengepolitikken?" i Jan F. Qvigstad og Øistein Røisland, *Perspektiver på pengepolitikken*, Gyldendal, Oslo, 2000.

¹⁵⁶ Se Steinar Holden, "Inntektspolitikk ved et inflasjonsmål" i Jan F. Qvigstad og Øistein Røisland, *Perspektiver på pengepolitikken*, Gyldendal, Oslo, 2000.

I løpet av 2000 økte prisen på olje betraktelig. Siden 1996 hadde norske myndigheter satt av deler av statens oljeinntekter i et petroleumsfond.¹⁵⁷ De økte inntektene som fulgte av oljeprisøkningen bidro til økt press for bruk av ”oljepenger”. Dette ville eventuelt legge ytterligere press på et allerede stramt norsk arbeidsmarked og bidra til økt pris- og kostnadsvekst. Fordi prognosene for de neste årene viste store budsjettoverskudd, startet Finansdepartementet å arbeide med hvilke prinsipper som skulle ligge til grunn for bruken av oljeformuen.¹⁵⁸ Norges Bank ble ikke involvert i dette arbeidet.¹⁵⁹ Løsningen Finansdepartementet kom frem til, som kom til å få bred tilslutning i Stortinget, innebar at man skulle legge opp til en gradvis innfasing av oljeinntektene i norsk økonomi, tilsvarende den forventede realavkastningen av petroleumsfondet. Gjennom en handlingsregel fikk dermed budsjettpolitikken et mer langsiktig siktemål. Dessuten ble det lagt opp til at myndighetene skulle bruke mer enn regelen tilsa når det var svake konjunkturer og motsatt i gode tider. Finansdepartementet erkjente likevel at det var grenser for hvor effektivt man kunne bruke finanspolitikken til å regulere økonomien. I forbindelse med dette besluttet departementet også å innføre inflasjonsmål for pengepolitikken slik at pengepolitikken overtok noe av budsjettpolitikken ansvar for å stabilisere den økonomiske utviklingen.¹⁶⁰ Dermed hadde man fått en ny arbeidsdeling i norsk økonomisk politikk.

For Norges Bank betydde dette at banken fikk et klart mandat, ansvar ble tydeliggjort og rapporteringsrutiner satt i system.¹⁶¹ For selve rentesettingen var den formelle omleggingen mindre viktig, ”etter som det allerede var etablert et handlingsmønster i pengepolitikken som var konsistent med inflasjonsmål”, som Svein Gjedrem i ettertid har uttrykt det.¹⁶²

Norges Bank var ikke kjent med at regjeringen planla en formell endring i bankens mandat sen vinteren 2001. I henhold til sentralbankloven hadde Norges Bank, gjennom den såkalte instruksjonsparagrafen, rett og plikt til å uttale seg før det ble truffet vedtak om bankens virksomhet. Finansdepartementet sendte derfor et utkast til ny forskrift til Norges Bank hvor

¹⁵⁷ Fondet ble opprettet i 1990. Siden 1998 har fondet blitt forvaltet av Norges Bank Investment Management (NBIM). Fondet heter i dag Statens pensjonsfond – utland.

¹⁵⁸ Dette blir kort omtalt hos Reinertsen 2009.

¹⁵⁹ Bastian Klunde, ”Fra reell til nominell. En analyse av pengepolitikken i Norge fra devalueringen i 1986 til innføringen av inflasjonsmålet i 2001”, *Staff Memo*, nr 20, Norges Bank, 2011: 102.

¹⁶⁰ Øystein Olsen og Arent Skjæveland, ”Handlingsregelen for bruk av oljeinntekter” i Arne Jon Isachsen. *Hva gjør oljepengene med oss*: 73.

¹⁶¹ Se bl.a. Jan F. Qvigstads foredrag i Vitenskapsakademiet fra 2008, 2009 og 2010: ”On Keeping Promises”, *Norges Banks skriftserie*, nr 39; ”On Transparency” *Norges Banks skriftserie*, nr 41; ”On Making Good Decisions” *Norges Banks skriftserie* nr 43.

¹⁶² Samtale med Svein Gjedrem i Finansdepartementet 7. juli 2011.

man ba om at det ble sendt merknader tilbake i løpet av kort tid.¹⁶³ Gjedrem, Bergo, Qvigstad og Nicolaisen utarbeidet et svarbrev som senere ble godkjent av Hovedstyret.¹⁶⁴ Lovens krav til involvering var derfor ivaretatt. Regjeringen Stoltenbergs stortingsmelding om nye retningslinjer for den økonomiske politikken, med handlingsregel og inflasjonsmål, ble godkjent i ekstraordinært statsråd torsdag 29. mars 2001.¹⁶⁵

¹⁶³ Fra Finansdepartementet til Norges Bank, "Retningslinjene for pengepolitikken", brev av 26. mars 2001.

¹⁶⁴ Fra Norges Bank til Finansdepartementet, "Retningslinjene for pengepolitikken", brev av 27. mars 2001.

¹⁶⁵ St. meld. nr. 29 (2000-2001) *Retningslinjer for den økonomiske politikken*.

KILDER OG LITTERATUR

Stortingsmeldinger, offentlige utredninger m.m.

Norges Banks årsberetninger.

NOU 1983: 39 *Lov om Norges Bank og pengevesenet*

NOU 1992: 26 *En nasjonal strategi for økt sysselsetting i 1990-årene*

St. meld. nr. 2 (1993-94) *Revidert nasjonalbudsjett 1994*

St.meld. nr. 1 (1997-98) *Nasjonalbudsjettet for 1998*

St. meld. nr. 29 (2000-2001) *Retningslinjer for den økonomiske politikken*

Arkivmateriale

Hermod Skånlands arkiv i Norges Bank

Arent Skjævelands arkivmateriale

Jarle Bergos arkivmateriale

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet (både utkast og endelige versjoner).

Interne notater fra Norges Bank

Referater fra møter mellom Norges Bank og Finansdepartementet

Muntlige opplysninger

Samtaler med Jarle Berge i Norges Bank 18. mars, 5. april og 13. april 2011.

Samtaler med Kjell Storvik i Norges Bank 18. mars og 4. mai 2011.

Samtale med Eystein Gjelsvik i Norges Bank 8. juni 2011.

Samtale med Torstein Moland i Norges Bank 15. juni 2011.

Samtale med Svein Gjedrem i Finansdepartementet 7. juli 2011.

Samtale med Harald Bøhn i Norges Bank 17. august 2011.

Litteratur

Alstadheim, Ragna, ”Valutamarkedet og valutapolitikk” i ”Norske finansmarkeder, norsk penge- og valutapolitikk”, *Norges Banks skriftserie*, nr 23, Oslo, 1995.

Andersson, Krister, ”Utformingen av inflasjonsmålet och den penningpolitiska analysramen” i Lars Jonung (red.), *På jakt efter ett nytt ankare. Från fast kronkurs til inflasjonsmål*, SNS forlag, Stockholm, 2003.

Berg, Thomas Nordbø, Harald Bøhn og Christoffer Kleivset, ”Fra regulering til marked. Et dokumentasjonsnotat om Norges Bank og utviklingen av penge-, kreditt- og valutapolitikken 1965-1990”, *Staff memo* nr 27, Norges Bank, 2012.

Budd, Alan, ”Bank of Englands nye rolle”, *Penger og Kreditt* 1998 (2).

Cappelen, Ådne, Jan Fagerberg og Lars Mjøset, ”Den norske modellen på nittitallet”, *Vardøger* nr 26, 2000.

Christiansen, Anne Berit og Jan F. Qvigstad, *Choosing a Monetary Policy Target*, Scandinavian University Press, Oslo, 1997.

Gjedrem, Svein, ”Utfordringer i den økonomiske politikken”, foredrag i Gausdal, 28. januar 1999. Publisert på Norges Banks nettside: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/foredrag-og-taler/1999/1999-01-28/>

Haldane, Andrew, ”The Monetary Framework in Norway” i Anne Berit Christiansen og Jan F. Qvigstad, *Choosing a Monetary Policy Target*, Scandinavian University Press, Oslo, 1997.

Hammerstrøm, Grete og Jon Nicolaisen, ”Konjunkturutviklingen og Norges Banks vurderinger 1996-1998” i ”Sentralbanken i forandringens tegn” (festskrift til Kjell Storvik), *Norges Banks skriftserie* nr 28, Oslo, 1999.

Holden, Steinar, ”Inflasjon og arbeidsledighet – Om tolkning av empiriske funn og implikasjoner for økonomisk politikk” i *Sosialøkonomen* 1993 (9).

Holden, Steinar, ”Om inflasjon, arbeidsledighet og pengepolitikk: Svar til Arent Skjæveland” i *Sosialøkonomen* 1993 (10).

Holden, Steinar, ”Inntektspolitikk ved et inflasjonsmål” i Jan F. Qvigstad og Øistein Røisland, *Perspektiver på pengepolitikken*, Gyldendal, Oslo, 2000.

Holmsen, Amund og Arent Skjæveland, ”Sammenhengen mellom inflasjon og arbeidsledighet”, *Penger og kreditt* 1993 (1).

Hylland, Aanund, "Er en uavhengig sentralbank udemokratisk?" i Jan F. Qvigstad og Øistein Røisland, *Perspektiver på pengepolitikken*, Gyldendal, Oslo, 2000.

Hörngren, Lars, "Centralbanken och penningpolitikens mål" i Kjell Storvik, Jan F. Qvigstad og Sigbjørn A. Berg, *Stabilitet og langsiktighet. Festskrift til Hermod Skånland*, Aschehoug, Oslo, 1994.

Isachsen. Arne Jon (Red.), *Hva gjør oljepengene med oss?*, Cappelen, Oslo, 2002.

Jansen, Eilev S., "Comment on 'Exchange Rate Target or Inflation Target for Norway?' by Lars E. O. Svensson" i Anne Berit Christiansen og Jan F. Qvigstad (red.), *Choosing a Monetary Policy Target*, Scandinavian University Press, Oslo, 1997.

Jonung, Lars (red.), *På jakt etter ett nytt ankare. Från fast kronkurs til inflationsmål*, SNS forlag, Stockholm, 2003.

Kleivset, Christoffer, "Inflasjon og akkomodasjon. Norsk valutakurspolitikk fra 1971 til 1986", *Staff memo* nr 21, Norges Bank, 2011.

Klovland, Jan Tore, "Choosing a Monetary Policy Target, Other Aspects I" i Anne Berit Christiansen og Jan F. Qvigstad (red.), *Choosing a Monetary Policy Target*, Scandinavian University Press, Oslo, 1997.

Klunde, Bastian, *Fra reell til nominell. En analyse av pengepolitikken i Norge fra devalueringen i 1986 til innføringen av inflasjonsmålet i 2001*, masteroppgave i historie, Universitetet i Oslo, 2011.

Kvilekval, Espen og Erling Vårdal, "Valutauroen ved årsskiftet 1996/97 – årsak og lærdommer" i *Sosialøkonomen*, 1997 (8).

Leitemo, Kai, "Inflation Targeting and Monetary Policy" i *Norges Bank Doctoral Dissertations in Economics*, nr 2, Oslo, 2000.

Lie, Einar, bokmelding av Storvik, Qvigstad og Berg 1994, *Tidsskrift for samfunnsforskning*, 1994 (2).

Lønning, Ingunn M., "Controlling Inflation by Use of the Interest Rate: The Critical Roles of Fiscal Policy and Government Debt" i *Norges Banks skriftserie*, nr 25, Oslo, 1997.

Mestad, Viking, "Frå fot til feste – Norsk valutarett og valutapolitikk 1873-2001" i *Norges Banks skriftserie* nr 30, Oslo 2002.

Moland, Torstein, "Sentralbankens rolle" i *Penger og kreditt* 1994 (2).

Nyhagen, Bernt, "Sentralbanklovgiving – utviklingslinjer og endringsbehov" i *Norges Banks skriftserie* nr 28, 1999.

Olsen, Øystein, og Arent Skjæveland, "Handlingsregelen for bruk av oljeinntekter" i Arne Jon Isachsen. *Hva gjør oljepengene med oss?*, Cappelen, Oslo, 2002.

Qvigstad, Jan F. og Arent Skjæveland, "Valutakursregimer – historiske erfaringer og fremtidige utfordringer" i Kjell Storvik, Jan F. Qvigstad og Sigbjørn A. Berg, *Stabilitet og langsiktighet. Festskrift til Hermod Skånland*, Aschehoug, Oslo, 1994.

Qvigstad, Jan F. og Øistein Røisland, "Hva er så spesielt med pengepolitikken?" i Jan F. Qvigstad og Øistein Røisland, *Perspektiver på pengepolitikken*, Gyldendal, Oslo, 2000.

Qvigstad, Jan F. og Øistein Røisland (red.), *Perspektiver på pengepolitikken*, Gyldendal, Oslo, 2000.

Qvigstad, Jan F., "On keeping promises", *Norges Banks skriftserie*, nr. 39, Oslo, 2009.

Qvigstad, Jan F., "On transparency", *Norges Banks skriftserie*, nr. 41, Oslo, 2010.

Qvigstad, Jan F., "On making good decisions", *Norges Banks skriftserie*, nr. 43, Oslo, 2010.

Reinertsen, Maria, "Oljefondets utspring", *Morgenbladet*, 22. mai 2009.

Røisland, Øistein, "Rules and Institutional Arrangements for Monetary Policy" i *Norges Banks skriftserie*, nr 29, Oslo, 2000.

Sejersted, Francis, "Norges Bank mellom avhengighet og uavhengighet" i *Norsk idyll?*, Pax, Oslo, 2003.

Skjæveland, Arent, "Inflasjon og arbeidsledighet – Hva kan pengepolitikken bidra med?" i *Sosialøkonomen* 1993 (10).

Skjæveland, Arent og Birger Vikøren, "Innretning av penge- og valutakurspolitikken – tidligere studier og nye problemstillinger", *Arbeidsnotat*, Norges Bank, 1994.

Skånland, Hermod, *Inntektspolitikken dilemma – kan det løses?*, Cappelen, Oslo, 1981.

Skånland, Hermod, "Den penge- og valutapolitiske styring" i *Penger og kreditt*, 1987 (3).

Skånland, Hermod, "Mens inflasjonen hviler" i *Penger og kreditt*, 1993 (4).

Skånland, Hermod, "Norway and the Euro", CME Working Paper nr 8, Bedriftsøkonomisk Institutt, Oslo, 1999.

Skånland, Hermod, "Doktriner og økonomisk styring. Et tilbakeblikk" i *Norges Banks skriftserie* nr 36, Oslo, 2004.

Steigum, Erling, "Comment on 'Monetary Policy Objectives in Norway' by A. Rødseth" i Anne Berit Christiansen og Jan F. Qvigstad (red.), *Choosing a Monetary Policy Target*, Scandinavian University Press, Oslo, 1997.

Steigum, Erling, "Financial Deregulation with a Fixed Exchange Rate: Lessons from Norway's Boom-bust Cycle and Banking Crisis", in Thorvald G. Moe, Jon A. Solheim and Bent Vale (eds.) "The Norwegian Banking Crisis", *Norges Banks skriftserie* nr. 33, 2004.

Storvik, Kjell, Jan F. Qvigstad og Sigbjørn A. Berg, *Stabilitet og langsiktighet. Festskrift til Hermod Skånland*, Aschehoug, Oslo, 1994.

Storvik, Kjell, "Aktuelle økonomiske og pengepolitiske problemstillinger", foredrag for FOREX Norway, 28. august 1998. Publisert på Norges Banks nettside: http://www.norges-bank.no/templates/article____18002.aspx

Straumann, Tobias, *Fixed Ideas of Money. Small States and Exchange Rate Regimes in Twentieth-Century Europe*, Cambridge, 2010.

Svensson, Lars E. O., "Fixed Exchange Rate as a Means to Price Stability. What Have We Learned?", *European Economic Review*, 1994.

Svensson, Lars E. O., "Exchange Rate Target or Inflation Target for Norway?" i Anne Berit Christiansen og Jan F. Qvigstad, *Choosing a Monetary Policy Target*, Scandinavian University Press, Oslo, 1997.

Vikøren, Birger, "Argumenter for og mot en uavhengig sentralbank" i *Sosialøkonomen*, 1994 (9).

Staff Memos present reports and documentation written by staff members and affiliates of Norges Bank, the central bank of Norway. Views and conclusions expressed in Staff Memos should not be taken to represent the views of Norges Bank.

© 2012 Norges Bank

The text may be quoted or referred to, provided that due acknowledgement is given to source.

Staff Memo inneholder utredninger og dokumentasjon skrevet av Norges Banks ansatte og andre forfattere tilknyttet Norges Bank. Synspunkter og konklusjoner i arbeidene er ikke nødvendigvis representative for Norges Banks.

© 2012 Norges Bank

Det kan siteres fra eller henvises til dette arbeid, gitt at forfatter og Norges Bank oppgis som kilde.

Om forfatteren:

Christoffer Kleivset (f. 1976) har mastergrad i historie fra Universitetet i Oslo 2010. Han jobber for tiden i Norges Banks jubileumsprosjekt.

ISSN 1504-2596 (online only)

ISBN 978-82-7553-697-4 (online only)