

Om å holde ord

Foredrag av visesentralbanksjef Jan F. Qvigstad på et seminar i regi av Norges Bank og Det Norske Videnskaps-Akademi 11. november 2008.

1. Hvorfor er det så vanskelig å holde ord?

Huset vi i dag befinner oss i, som nå tilhører Det Norske Videnskaps-Akademi, ble bygget av Hans Rasmus Astrup i 1886-87. Astrup var en gründer. Tyve år gammel dro han fra Norge til Barcelona med en båt full av klippfisk. Etter hvert bygget han opp en stor handelsvirksomhet. Senere ble han industrimann. [\(1\)](#) Det er lett å se fellestrekk med senere forretningsmenn.

For nyskapere og næringsliv har det alltid vært viktig med stabile rammebetingelser. Det gir grunnlag for omstilling, økonomisk vekst og god samfunnsutvikling. En stabil pengeverdi er et element i dette.

Som barn lærte vi at vi skulle holde ord. Det vi hadde lovet, måtte vi holde. Men vi lærte samtidig at vi ikke måtte love for mye. Dersom vi ikke holder ord, mister vi tillit og vår troverdighet går tapt. De siste månedene har vi sett at dette er spesielt viktig for det finansielle systemet, jamfør utviklingen hos våre naboer på Island.

Verdien av tillit og troverdighet har vært gjenstand for omfattende analyser innenfor blant annet rettsvitenskap og samfunnsvitenskapene. Og svaret er klart – vi kan oppnå noe ved å holde ord.

Hvis det er slik en fordel å holde ord, hvorfor er det da så vanskelig? Uttrykkene tomme løfter eller tomme trusler reflekterer fristelsen til å gå tilbake på noe man har sagt. Samfunnsviteren og filosofen *Jon Elster* skriver i sin bok "Odyssevs og sirenene" [\(2\)](#) om viljesvakhet, skiftende preferanser over tid, og om det som er en del av den kompliserte menneskenaturen. Det er forhold det går an å kjenne seg igjen i. Økonomen *Thomas Schelling* [\(3\)](#) drøftet allerede i 1960 tilsvarende spørsmål i et arbeid han fikk Nobelprisen i økonomi for. Schelling påpekte at en troverdig trussel kan være vanskelig å etablere fordi realisering av trusselen kan innebære kostnader for alle involverte. Et løfte eller en trussel vil være mer troverdig hvis den som har lovet, binder seg til masten.

To andre økonomer gjorde banebrytende arbeid da de anvendte Schellings analyse på samfunnsøkonomiske problemstillinger. Nordmannen *Finn Kydland* og amerikaneren *Edward Prescott* [\(4\)](#) skrev i 1977 en artikkel der de viser at myndigheter som forsøker å følge en best mulig plan for den økonomiske politikken, kan ha sterke insentiver til å fravike den samme planen på et senere tidspunkt. [\(5\)](#) Det gjelder selv om det ikke har kommet nyheter som skulle tilsi en endring i planen. De to forskerne fikk senere Nobelprisen i økonomi for sitt arbeid.

Det er en fellesnevner mellom Elster, Schelling, Kydland og Prescott: Å holde ord er vanskelig fordi det ofte vil være fristende eller rasjonelt på kort sikt å ikke holde det. Når en tar hensyn

til den tapte troverdigheten, vil ofte den beste løsningen på lang sikt likevel være å holde ord.

Et sentralt spørsmål er hvordan vi kan skape mekanismer som gjør at langsiktige hensyn blir ivare tatt også på kort sikt. Jon Elster svarer med å løfte fram metaforen "å binde seg til masten". Vi kjenner alle historien om Odyssevs og sirenenes sang, som Elster refererte til i sitt arbeid. Odyssevs ville gjerne høre sirenenes sang, men han visste at han og mannskapet da ville bli forhekset og aldri kunne reise videre. Derfor beordret han mannskapet til å binde ham til masten, men før de gjorde det, fylte han ørene deres med voks. Da var han selv ute av stand til å føre skipet mot sirenene, og mannskapet var forhindret fra å høre ham når han senere ville falle for fristelsen og kreve at skipet skulle styres mot sirenenes øy. Historien kan ikke direkte overføres til økonomisk styring, men begrepet "å binde seg til masten" brukes om mekanismer som hindrer en i å sette kortsiktige hensyn foran langsiktige. Å fraskrive seg mulighetene til å bryte et løfte, gjør løftet mer troverdig. Å måtte stå til ansvar for sine løfter med rapportering og oppfølging kan være en mekanisme som sikrer at en binder seg til masten.

Sentralbankenes viktigste oppgave er å sikre en stabil pengeverdi. Pengenes verdi er basert på tillit til ansvarlig politikk. Skal en sentralbank kunne holde ord og levere en stabil pengeverdi, er det nødvendig at de politiske myndighetene stiller seg bak. Ellers vil ikke sentralbanken ha *mulighet* til å holde sitt løfte.

På lang sikt er det bare stabil pengeverdi sentralbanken har virkemidler til å kunne levere. Løftet ble tidligere holdt ved å regulere mengden av penger som ble utstedt. I dag er det renten som er virkemiddelet. Sentralbanken styrer ikke reallønninger, arbeidstilbud, sysselsetting eller nivået på arbeidsledigheten på lang sikt. Men vi kan bidra til å redusere de kortsiktige svingningene i konjunktorene hvis prisstabiliteten er godt forankret.

Gjennom historien har sentralbankene forsøkt å binde seg til masten på ulike måter. De fristelsene som utsteder av sedler og mynt står overfor, de bindingsmekanismene som har vært prøvd, og gevinstene samfunnet kan oppnå ved at sentralbanken holder ord, er mitt tema i det følgende.

2. En konges ord er en trone verd – men noen ganger ikke en krone

Det har til alle tider vært fristende for den som utsteder penger, å utnytte dette privilegiet. Det koster mindre å produsere en mynt eller seddel enn den verdien som er trykket på den. Merverdien pengeutstederen dermed får, kalles seigniorage.

Overdreven utstedelse av sedler og mynt gir inflasjon og fall i pengeverdien, og de som har pengene, betaler en såkalt inflasjonsskatt. Sterkt fall eller sterk vekst i pengeverdien fører dessuten til at økonomien fungerer dårligere fordi det blir vanskeligere å følge med på endringer i prisen på en vare i forhold til en annen. Det er viktig at både forbrukere og produsenter tydelig ser slike relative prisendringer. Ellers vil prisene virke dårligere som informasjonsbærere både for konsum-, produksjon- og investeringsbeslutninger. Økonomien vil fungere mindre effektivt, og vi får lavere vekst og velferd.

I de tidligste pengesystemene tilsvarte verdien av penger metallverdien i mynten. Da var

pengeverdien nødvendigvis stabil målt i metall. Dette systemet var ikke så avhengig av tillit, siden metallinnholdet i mynten i prinsippet kunne kontrolleres ved hver transaksjon.

Makthaverne klarte likevel å utnytte systemet. De romerske keiserne hadde for vane å finansiere sine kriger ved å redusere innholdet av edelt metall i sine mynter. Da fikk de større seigniorage-inntekter ut av hver mynt som ble utstedt. En tid var disse inntektene store nok til å finansiere en hær, en lengre krig eller flere minnesmerker. Dette er fristelse nummer én som utsteder av penger står overfor.

Henrik den 8. av England var en av de fremste eksponentene for en slik atferd. (6) Han reduserte innholdet av sølv i myntene til 1/3 av det opprinnelige utover på 1500-tallet for å finansiere kriger mot franskmennene og et kostbart privatliv.

I tillegg til mynt utviklet det seg etter hvert et system med seddelpenger. Sedler var kvittering for krav på sølv eller gull hos utsteder av pengene. I stedet for å bruke mynter som betalingsmiddel, brukte de kvitteringen. Det var mer praktisk. Men med sedlene introduserte myndighetene et nytt løfte. De lovet å veksle inn den verdien som sto på sedlene, til alle som krevde det. Sedlenes verdi sto og falt med tilliten til seddelutstederens løfte. Myndighetenes evne til å innfri sitt løfte, avhang av statsformuen. Brutale skattefuter, et velfyllt skattkammer og fred med nabolandene innga tillit til at sedlene fortsatt kunne veksles inn i edelt metall i dag eller en gang i fremtiden.

Myndighetene ga gjerne monopol på seddelutstedelse til en institusjon de selv hadde kontroll over. Det var neppe tilfeldig, ettersom det å trykke penger gir seigniorage-inntekter. Denne måten å hente inn seigniorage på er fristelse nummer to: Myndighetene låner penger i seddelbanken og seddelbanken utbetaler lånet ved å bruke pressen. Dette skjedde særlig i forbindelse med krig. Det kan være vanskelig å øke skattene eller låne direkte fra publikum for å finansiere en lite populær krig. Naturlig nok vil et regime i krig, være mer opptatt av å vinne krigen enn langsiktige samfunnsmessige kostnader. Hvem bryr seg om høy inflasjon og tilbakebetaling av lån hvis det å overleve som regime står på spill?

Tillit – og mangel på tillit – fikk for eksempel store konsekvenser for England og Frankrike under Napoleonskrigene. England kunne finansiere disse krigene lettere enn Frankrike. De hadde flere finansieringskilder; de økte skattene, men lånte også – dels hos publikum og dels i sentralbanken. De hadde vist tidligere at de sto ved sine forpliktelser, derfor fikk de lån. Frankrikes herskere hadde derimot mistet sin kredittverdighet etter at Ludvig den 16. falt for giljotinen. Landet hadde bare en finansieringskilde igjen, nemlig skatter, og det førte til at krigsutgiftene ikke kunne spres ut i tid. (7)

Vår egen historie illustrerer også kostnadene ved inflasjon og tapt tillit. Den svært høye inflasjonen i Norge under og etter Napoleonskrigene førte til at betalingssystemet ikke fungerte godt. Pengene mistet delvis sin funksjon som måleenhet. Dette er for eksempel beskrevet i Karlsøy og Helgøy bygdebok. Det hendte at regnskap ble ført i sølv, eller i varer som tran, storsei eller mel, på denne tiden. (8) Inflasjonen førte også til at verdier ble overført fra de som hadde fordringer til de som hadde gjeld: Gjelden som fiskerne hadde hatt til kjøpmenn i Bergen, falt i realverdi. Dette markerte et historisk skifte. For fiskerne fra Nord-Norge var bortfallet av gjelden selvsagt fint. Men de som eide fordringer, tapte, og det bidro nok ikke til økt tillit og utlånsvilje neste gang noen trengte lån.

3. Løftet om stabil pengeverdi mot gull og sølv

Jeg har vist eksempler på at makthaverne lett kunne la seg friste til å ha en tilsynelatende gratis lunsj ved å utnytte mulighetene til seigniorage. I ustabile politiske tider hadde de kanskje ikke noe valg. Men over tid lærte myndighetene at kostnadene var høye: Publikum betaler inflasjonsskatt, pengesystemet fungerer dårligere og veksten i økonomien blir lavere.

Bak den økonomiske fremgangen Norge og andre land opplevde på annen del av 1800-tallet, lå mer enn tusen års erfaring med penger og kreditt. Myndighetene kjente nok til at et troverdig løfte om stabil pengeverdi målt i metall hadde vært en av grunnsteinene i de vellykkede bysamfunnene i Nord-Italia i renessansen og i Nederlandene på 1600-tallet. De visste at løftet om stabil pengeverdi kunne holdes troverdig ved at myndighetene avsto fra seigniorage og begrenset utstedelsen av penger. Det motsatte gjaldt også. For eksempel skriver Kåre Lunden at "I Norge vart det ikkje slege mynt i hundre år etter 1387". Han mener at det ikke bare var svartedauden som var forklaringen på den dype krisen i norsk økonomi fra 1350 til 1500, men også mangel på pengesystem. [\(9\)](#)

Stabil pengeverdi fjernet usikkerhet og tvil hos potensielle investorer. Det ble lettere å planlegge langsiktig. De som ga kreditt, kunne være rimelig trygge på at verdiene som de plasserte, ikke ble inflatert vekk. De måtte ikke flytte formuen over i fast eiendom eller andre realverdier for å holde på den. Viljen til å spare og bygge opp formue ble sterkere.

Historien hadde således vist myndighetene verdien av prisstabilitet og bindingssystemet var et pengesystem knyttet opp mot sølv eller gull. De franske kongenes luner ble erstattet av parlamenter som sto til ansvar for befolkningen. Det er ikke tilfeldig at betegnelsen til den fremste stormaktens pengeenhet – pund – gjenspeilet et mål på vekt; verdien av ett pund sølv. [\(10\)](#)

Troverdigheten hvilte på ordnede statsfinanser og en stabil politisk situasjon, slik at behovet for seigniorage ikke ville presse seg fram. Da ble befolkningens tillit til pengeverdien større. Disse forutsetningene må være på plass for at det skal være mulig for en sentralbank å holde løftet sitt!

Da Norges Bank ble opprettet i 1816, ønsket staten å sikre troverdigheten ved etablering av et skattefinansiert sølvfond. Det ble annonsert en pari kurs mot sølv for de nye papirpengene – speciedaleren. Men markedsverdien på speciedaleren lå langt under pari – myndighetene i vårt unge land sto i en vanskelig finansiell situasjon og hadde ennå ikke rukket å etablere tillit. Først i 1822 klarte myndighetene å oppnå mer ordnede former. Da vedtok Stortinget en langsiktig strategi der innløsningskursen i sølv for speciedaleren gradvis skulle øke til pari verdi. [\(11\)](#) Målet ble nådd i 1842, 20 år senere. Dette viste vilje til langsiktighet og standhaftighet i gjennomføringen av politikken.

Standhaftigheten ble belønnet. Resten av 1800-tallet og perioden fram til første verdenskrig, var gjennomgående preget av stabile priser og god vekst i norsk økonomi, selv om det også var perioder med tilbakeslag. [\(12\)](#) Tilliten ga mot slutten av denne perioden Norges Bank rom for å sette renten tilpasset den innenlandske konjunktursituasjonen, og ikke bare i forhold til gullprisen. [\(13\)](#), [\(14\)](#)

4. De brutte løfters tid

Mellomkrigstiden skulle vise seg å bli svært turbulent, både i Norge og i utlandet. I 1921 falt for eksempel verdiskapingen per innbygger i Norge med 11 prosent. Strukturen i økonomien var blitt endret, arbeidsmarkedet fungerte dårligere, [\(15\)](#) utenrikshandelen var blitt viktigere og andelen sysselsatte i jordbruket hadde gått ned. Vi var blitt mer sårbare for den økonomiske utviklingen i verden omkring oss.

Pengepolitikken hadde fortsatt stabil pengeverdi i forhold til gull som mål. Myndighetene satte seg imidlertid et meget ambisiøst mål: De tok sikte på å gjenetablere førkrigsverdien til kronen, noe som innebar deflasjon. Og de var mer utålmodige enn etter Napoleonskrigene 100 år tidligere. Da hadde pariverdien til pengene blitt gjenetablert i løpet av tyve år, men nå ble det samme gjennomført på en fjerdedel av tiden, til store realøkonomiske kostnader. [\(16\)](#) Dette var det vi gjerne omtaler som "paripolitikken".

Ambisjonene om å holde ord var prisverdige, men gjennomføringen manglet fleksibilitet. [\(17\)](#) Vi kan kanskje si at sentralbanken på 1920-tallet "red prinsipper". [\(18\)](#)

Da andre verdenskrig var over, assosierte mange arbeidsledigheten på 1920- og 30-tallet nettopp med denne rigide "paripolitikken" [\(19\)](#). Det førte til store endringer i synet på økonomisk politikk.

Målet om fast valutakurs og gulltilknytning ble likevel stadig beholdt, og målet ble nådd: Norge og en rekke andre land stabiliserte sin valuta mot dollar gjennom Bretton-Woods avtalen. I realiteten knyttet de samtidig sin pengeverdi til gull, siden dollaren var knyttet til gull. [\(20\)](#)

Perioden etter andre verdenskrig var preget av stor tro på at økonomien kunne finstyres ved å koordinere virkemidler fastlagt på sentralt hold. Kroneverdien ble stabilisert mot dollar og gull samtidig som det ble ført en lavrentepolitikk med rikelig kreditttilførsel. Dette var mulig fordi økonomien var gjennomregulert. Det positive synet på reguleringer var nok basert på erfaringene med rasjonerings og sentralstyring under andre verdenskrig. Systemet hadde fungert rimelig godt og reguleringsapparatet var allerede på plass. [\(21\)](#)

Et ønske om å stabilisere den økonomiske utviklingen var internasjonalt utbredt og hadde sitt utspring i teorier publisert av John Maynard Keynes tidlig på 1930-tallet. Dette var en bakgrunn for politikernes ambisjoner om å finstyre økonomien i Norge. Arbeider A. W. Phillips publiserte i 1958 [\(22\)](#) ga også støtte til dette synet. Et land kunne i følge ham velge mellom lav arbeidsledighet og lav inflasjon. Dette meny-valget omtales ofte som Phillips-kurven. Og hva slags "valg" var det? Arbeidsledighet er noe reelt, mens inflasjon bare er endringer i en indeks! Ved å stille spørsmålet slik var det åpenbart hva en måtte velge. Analysen fikk stor betydning for økonomisk politikk i mange vestlige land.

Den økonomiske situasjonen ble vanskelig utover på 1970-tallet. Norge og andre land opplevde lav vekst og høy inflasjon. Myndighetene i Europa og USA valgte å føre en aktiv motkonjunkturpolitikk fremfor å bekjempe inflasjonen. Men sammenhengen mellom inflasjon og arbeidsledighet viste seg ikke å holde på lang sikt, slik man hadde trodd. Analysene hadde ikke tatt hensyn til forventningsdannelsen. Når den høyere inflasjonen

etter hvert ble forventet av aktørene i det økonomiske livet, skapte den ikke lenger lavere arbeidsledighet.

Arbeidene til Phillips bragte inn dilemmaet mellom kortsiktige gevinster og langsiktige kostnader på et nytt område. Gevinsten var lavere ledighet i en periode. Men etter hvert ville tilliten til at inflasjonen kunne holdes lav gå tapt. Kostnaden ble varig høyere inflasjon. Den kortsiktige gevinsten ble borte sammen med tilliten.

Det er lett å se at det kan være fristende å utnytte de kortsiktige gevinstene selv om de langsiktige kostnadene er kjent. For eksempel ønsket den amerikanske presidenten Nixon i 1971 en raskere vekst i pengemengden og en tilhørende lavere ledighet for å øke sjansen for å bli gjenvalgt. (23) Inflasjonsproblemene som ville komme senere, var han klar over, men han mente at det kunne håndteres etter hvert. Han mente kanskje at hvis han ikke ble valgt, ville de langsiktige kostnadene være en annens problem. Lærdommen vi kan trekke, er at et system med skiftende regjeringer kan være spesielt utsatt for kortsiktige fristelser. Å finne en god bindingsmekanisme vil da være særlig viktig.

Manglende finanspolitisk disiplin i USA førte til at den amerikanske sentralbanken i 1971 måtte suspendere innløsningsplikten for gull. Bretton-Woods samarbeidet brøt dermed sammen. Dette var innledningen til en periode med inflasjon og ustabil økonomisk utvikling i store deler av verden. Perioden omtales som "det store inflasjonstiåret". Også i Norge gikk Regjeringen i praksis vekk fra målet om å holde valutakursen varig stabil. (24) Den foretok 10 de facto nedskrivninger av valutakursen i perioden 1976-1986 (25), noe som ga fall i pengeverdien og høy inflasjon. Vi har data for prisutviklingen i Norge tilbake til 1516. 500 års prishistorie viser at inflasjonsperioden på 1970- og 80-tallet historisk sett er helt unik. (26) Tidligere hadde perioder med høy inflasjon vært knyttet til problemer med statsfinansene som følge av krig og ustabile statsforhold. Nå var årsaken knyttet til det økonomisk-politiske styringssystemet.

Inflasjonsperioden må ses på bakgrunn av både de blandede erfaringene med paripolitikken, redusert vekt på å holde ord, høye ambisjoner om å stabilisere økonomien og troen på Phillips-kurven. I tillegg hadde kanskje betydningen av stabil pengeverdi kommet i bakgrunnen.

Siden det er mange jurister til stede her i dag, vil jeg driste meg innom en sak fra deres fagfelt: Den såkalte "Gullklausulsaken". (27) Den norske stat hadde i perioden 1896 til 1909 tatt opp flere obligasjonslån. (28) Mange av obligasjonene var eid av franske långivere. Lånene var tatt opp i perioden med gullstandard. De som hadde lånt bort pengene, var lovet tilbakebetaling i "monnaie d'or". Den norske stat ville heller, da lånene forfalt, betale tilbake med sedler som hadde mistet mye av sin verdi. Dette innebar en devaluering av pengeverdien som kanskje kan sammenlignes med hva Henrik den 8. hadde gjennomført. Saken kom til endelig behandling i Høyesterett i 1962. Da Høyesterett voterte, ble det lagt vekt på en lov fra 1923. Loven sa at gullklausulen, det vil si tilbakebetaling i gullpenger, ikke gjaldt når innløsningsplikten for sedler var suspendert, noe den ble for godt i 1931. Høyesterett viste også til "samfunnets vitale interesser" i begrunnelsen for dommen. Det ville koste norske skattebetalere alt for mye å betale tilbake de gullpengene som var lånt 60 år tidligere.

Det ville være alt for pretensiøst av meg å ha noen oppfatning av dommen som sådan. Det som gjør denne saken interessant i lys av dagens tema, er at jeg i Høyesteretts vurdering av "samfunnets vitale interesser" ikke finner noen drøfting av hva som er interessene på kort versus lang sikt. Men det må legges til at det nok heller ikke er lett for domstolen å overprøve de øvrige statsmaktenes avveininger på dette punktet. Det er også et spørsmål om det er domstolens oppgave å gjøre det.

5. Moderne pengepolitikk – et løfte det både er mulig og riktig å holde

Det teoretiske gjennombruddet til Kydland og Prescott, og erfaringene fra inflasjonsperioden, fikk etter hvert betydning for praktisk politikk. Man så at land der lav inflasjon ble vektlagt, som Tyskland, hadde hatt god økonomisk utvikling.

Fra begynnelsen av 1980-årene ble det bred internasjonal enighet om at pengepolitikken måtte rettes inn mot prisstabilitet. Dette paradigmeskiftet kom også i Norge, men først mot slutten av 1980-tallet. Regjeringen erkjente at de stadig gjentatte devalueringene hadde mistet sin effekt. Tilliten var tapt. Også vi hadde fått høy inflasjon uten reduksjon i ledigheten. Selv om det var kostbart å gjenopprette troverdigheten, hadde vi i realiteten ikke noe valg. [\(29\)](#) Alternativet var å bringe landet enda nærmere randen av finansielt kaos og inflasjon. Devalueringen i 1986 ble dermed den siste.

Internasjonalt brakte 1980-årene tre nyvinninger som skulle bli avgjørende for utformingen av moderne pengepolitikk slik vi kjenner den i dag:

- For det første fløt kapitalen stadig friere over landegrensene etter at markedene var deregulert. Det var ikke lenger mulig å skyve løfter foran seg. Sviktende troverdighet viste seg umiddelbart i økte renter og svakere valutakurs. Nixons idé om å løse inflasjonsproblemet en gang i fremtiden ville fått umiddelbare konsekvenser. På den andre siden så vi også at en troverdig og åpen pengepolitikk kunne være mer effektiv, takket være nettopp finansmarkedenes raske respons. [\(30\)](#)
- For det andre fikk vi tilbake ideen om uavhengige sentralbanker. Politiske myndigheter som ville vise verden at de mente alvor med sine løfter om prisstabilitet, gjorde som Odyssevs, og bandt seg til masten. Mekanismen var uavhengighet for sentralbankene, og Norge var intet unntak. Den nye loven om Norges Bank fra 1985 ga banken myndighet til å fastsette renten. Den demokratiske kontrollen blir nå ivaretatt ved at Regjeringen fastsetter et klart mandat som banken skal styre etter. De politiske myndighetene kan kontrollere om banken følger mandatet den har fått, uten selv å fastsette bruken av virkemidlet. [\(31\)](#)
- Den tredje nyvinningen hadde sin opprinnelse i New Zealand. I forbindelse med økonomiske reformer hadde myndighetene der innført resultatmål for finanspolitikken. De så seg i neste omgang rundt etter gode og realistiske resultatmål for pengepolitikken. De fant at det pengepolitikken burde levere, var stabil inflasjon på mellomlang sikt – New Zealand innførte såkalt inflasjonsmål for pengepolitikken. [\(32\)](#)

Hva er forskjellen mellom det som omtales som inflasjonsmål og den gamle paripolitikken? La meg forklare ulikhetene med et stilisert eksempel. Anta at prisindeksen har vært 100 i lengre tid. Prisenivået er dermed stabilt. Så skjer det en økning i for eksempel energiprisene,

og indeksen øker til 105. Energi har dermed blitt dyrere i forhold til andre varer. Ved paripolitikk må andre priser reduseres slik at indeksen går tilbake til 100. Det kan kreve en stor nedgang i produksjon og sysselsetting, slik vi opplevde i mellomkrigstiden. I et regime med inflasjonsstyring, vil en i dette eksemplet akseptere at indeksen holder seg på 105. Sentralbanken vil ved hjelp av rentesettingen påse at aktørene i økonomien ikke tror at det nå er blitt normalt med 5 prosent inflasjon, og den vil påse at en slik tro ikke smitter over på deres tilpasning. Under inflasjonsstyring vil sentralbanken, når sjokk oppstår, akseptere en prisøkning uten at andre priser må reduseres. Løftet som gis under et regime med inflasjonsstyring, er lettere å holde når økonomien blir utsatt for store sjokk enn løftet som gis under paripolitikk. (33)

I Norge hadde vi fra 1986 til begynnelsen av 1990-tallet fast valutakurs mot europeiske valutaer uten å devaluere. I praksis betød det at vi måtte ha samme mål for prisstigningen som de landene vi hadde kursmål mot. Høsten 1992 brøt regimet med faste valutakurser sammen. Selv om vi ikke lenger formelt hadde et fast valutakurssystem, ble pengepolitikken de påfølgende årene likevel innrettet med sikte på å holde stabile valutakurser til enhver tid. (34) Men valutauroen sensommeren 1998 viste at heller ikke Norges Bank kunne love å holde valutakursen stabil fra time til time, fra dag til dag, eller fra uke til uke. Hensynet til norsk økonomi tilsa at det var grenser for hvor høyt renten kunne settes for å støtte kronkursen. En for høy rente ville ikke vært troverdig, siden den ville ha redusert aktiviteten i innenlandsk økonomi for kraftig.

Fra august 1998 gikk vi over til å fastsette renten med sikte på lav og stabil inflasjon over tid. (35) Endringen i pengepolitikken ble tydeliggjort i artikler og uttalelser tidlig vinteren 1999. (36) Inflasjonsmålet ble endelig formalisert ved en ny forskrift for pengepolitikken i 2001, vel elleve år etter New Zealand, ni år etter Storbritannia og åtte år etter Sverige.

I mandatet for Norges Bank står det at pengepolitikken, i tillegg til å sikre stabil prisutvikling, skal bidra til å stabilisere produksjon og sysselsetting. Det er mulig å ta hensyn til konjunktorene i rentesettingen, og til ny informasjon, så lenge det er tillit til at inflasjonen holder seg nær målet. Sentralbankens annonserte plan for renten fremover vil justeres underveis etter hvert som ny informasjon kommer til. Dette står i kontrast til "paripolitikken", som var mer rigid.

Myndighetene kan ikke systematisk la politikken være mer ekspansiv enn annonsert for å få ned ledigheten. I så fall ville vi, som Kydland og Prescott viste, på lang sikt få høyere inflasjon uten redusert ledighet. Tilliten avhenger av at vi bruker renten aktivt for å nå målet.

Juristen og økonomen Michael Woodford har påpekt at for å holde ord er det ikke nok å love noe i dag og å holde dette ordet i morgen. (37) Når vi lager prognoser for renten fremover, må vi i tillegg ta hensyn til de løfter som ble avgitt i går. Først da kan vi utnytte forventningene fullt ut til å stabilisere økonomien best mulig. Dette kalles pengepolitikk i et tidløst perspektiv. (38) Min forståelse er at man på tilsvarende vis både vil se fremover og tilbake ved tolkning av lover innenfor rettsapparatet. Det er norsk rettspraksis at dommere både vurderer presedensvirkninger og tidligere praksis når en lov tolkes.

I dag er det allmenn enighet om at prisstabilitet ikke bare er det beste bidraget sentralbanken kan gi til en stabil økonomisk utvikling over tid, men kanskje også det eneste løftet sentralbanken virkelig kan holde.

6. Dagens finanskriser

Verden går i disse dager gjennom en dyp finanskriser – den alvorligste krisen siden 1930-tallet. Mange utenlandske banker har hatt store tap og frykten råder. Vi står foran et kraftig økonomisk tilbakeslag over hele verden. Myndighetene setter i verk tiltak for å gjenskape tilliten i finansnæringen. Makroøkonomisk politikk rettes inn mot å begrense virkninger av krisen på realøkonomien. Det er tydelig at det trengs et bedre regelverk slik at finansnæringen i større grad på egen hånd kan ivareta sin troverdighet.

Også sentralbankenes troverdighet settes på prøve i denne situasjonen. I dramatiske tilfeller, som på Island, ser vi et eksempel på at inflasjonen kommer ut av kontroll når tilliten til statsfinansene svekkes alvorlig. I denne situasjonen var det ikke tilstrekkelig at den islandske sentralbanken fulgte et inflasjonsmål. På Island har problemene sin bakgrunn i en overdimensjonert finansnæring og grunnleggende makroøkonomiske ubalanser. Da bankene fikk problemer, forsøkte myndighetene å tre støttende til for å sikre et fungerende finansielt system. Ettersom den islandske staten ikke hadde finansiell styrke til å overta bankenes samlede forpliktelser, forsvant også tilliten til pengepolitikken og valutakursen, uten at sentralbanken kunne avhjelpe situasjonen.

Finanskrisen er internasjonal, og også norsk økonomi blir rammet. Men vi står godt rustet til å dempe noe av virkningene av den. Statsfinansene våre er gode, banksystemet er solid, og det er tillit til at pengepolitikken fortsatt vil sikre en stabil pengeverdi. Det betyr at vi kan benytte renten aktivt. Vi har allerede satt den ned to ganger, med til sammen 1 prosentenheter, og vi er villige til å bruke renten mer hvis det skulle bli nødvendig.

Det er fortsatt mye sentralbanker ikke vet om økonomisk adferd. Det er ikke noe i vår historie som tyder på at pengepolitikken, eller annen økonomisk politikk for den saks skyld, har funnet sin endelige form. Men en ting må vi kunne fastslå: Det å holde ord og skape tillit er fundamentalt både for pengepolitikken og mer generelt for vekst og utvikling.

Byggherren til dette huset, Hans Rasmus Astrup, døde i 1898, rett før krakket i boligmarkedet i Kristiania med påfølgende krise. Den gang sank prisen på boliger med over 50 prosent, og mange banker gikk over ende de påfølgende årene. Så dramatisk vil nok ikke utviklingen her hjemme bli denne gang.

Statsminister Jens Stoltenberg har uttalt at “norske myndigheter er beredt til å iverksette nødvendige tiltak for å sikre tilliten til det norske banksystemet”. Og dette er ord myndighetene både har evne og vilje til å holde.

Fotnoter

- 1) Se Sevåg, Reidar (1967): *Statsråd H. R. Astrup*, Oslo, Dreyer
- 2) Se Elster, Jon (1979): *Ulysses and the Sirens. Studies in Rationality and Irrationality*, University Press, Cambridge. Ulysses er navnet i romersk mytologi, Odyssevs brukes i gresk mytologi.
- 3) Schelling, Thomas C. (1960): *The strategy of Conflict*, Harvard University, Cambridge, Massachusetts, London, England
- 4) Kydland F.E. og E.C.Prescott (1977): "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans" i *Journal of Political Economy*, 85, nr.3, s 473-491
- 5) Innenfor makroøkonomi kalles dette dilemmaet tidsinkonsistensproblemet.
- 6) Davies, Glyn (2002): *A History of Money from Ancient Times to the Present Day*, University of Wales Press, s. 200
- 7) Bordo, Michael D. og Eugene N. White (1990): "British and French Finance during the Napoleonic Wars", NBER Working Paper No. 3517, også utgitt i Bordo, Michael and Forrest Capie (eds.) *Monetary Regimes in Transition*, Cambridge University Press, 1993
- 8) Bratrein Håvard Dahl (1989-1994): *Karlsøy og Helgøy bygdebok*, Karlsøy kommune, <http://karlsoy.com/bygdebok/>
- 9) Kronikk i Klassekampen tirsdag 11. November 2008 av Kåre Lunden.
- 10) Encyclopædia Britannica
- 11) Eitrheim, Øyvind (2005) i Eitrheim og Qvigstad (red.): "Tilbakeblikk på norsk pengehistorie. Konferanse 7. juni 2005 på Bogstad gård", *Norges Banks skriftserie* nr. 37.
- 12) Se for eksempel Hodne, Fritz og Ola Honningdal Grytten (2000): *Norsk økonomi i det 19. århundre*, Fagbokforlaget.
- 13) Første januar 1874 gikk Norge over fra sølvstandard til gullstandard. Se vedlegg, utarbeidet av Ragna Alstadheim, til "Valutakursregimer – historiske erfaringer og fremtidige utfordringer", av Jan F. Qvigstad og Arent Skjæveland, i "Stabilitet og langsiktighet. Festskrift til Hermod Skånland", (1994), Aschehoug.
- 14) Øksendal, Lars Fredrik (2008), "Monetary policy under the gold standard – examining the case of Norway, 1893-1914", Working Paper 2008/14, Norges Bank.
- 15) Se Olav Bjerkholt og Jan F. Qvigstad (2007): "Introduction to Ragnar Frisch's 1933 pamphlet *Saving and Circulation Regulation*", i *Rivista Di Storia Economica*, Banca d'Italia.

16) Se Ø. Eitrheim, Jan T. Klovland og Jan F. Qvigstad (red) (2004) s. 293: "*Historical Monetary Statistics for Norway 1819-2003*", Norges Banks Skriftserie No. 35, Oslo.

17) Mer fleksible var de imidlertid i september 1931. Da tok det bare 7 dager fra Storbritannia forlot gullstandarden til Norge fulgte etter.

18) I samtiden var det nokså stor enighet om paripolitikken. Se for eksempel Hodne, Fritz og Ola Honningdal Grytten (2002) s. 111-112: Norsk Økonomi i det 20. århundre, Fagbokforlaget og Skånland, Hermod 81967), "Det norske kredittmarked siden 1900", *Samfunnsøkonomiske studier nr 19*, Statistisk Sentralbyrå, Oslo. Se også Mykland, Knut (red) Cappelen Norgeshistorie, Bind 13 side 86, Cappelen 1976.

19) For en nærmere diskusjon av paripolitikken og Norges Banks rolle, se Ecklund, Gunhild J. (2008) s. 46-51 og 67-71, "*Creating a new role for an old Central Bank: The Bank of Norway 1945-1954*", Series of Dissertations 2/2008, BI Norwegian School of Management, Oslo.

20) Denne formen for gulltilknytning var ikke like sterk som da en hadde gullinnløsningsplikt. Innen Bretton Woods-systemet ville land som ikke hadde orden på offentlige finanser, eller av andre grunner lot inflasjonen øke, måtte la valutakursen svekke seg mot dollar. Når kursen mot dollar sank, falt pengeverdien målt i gull.

21) Se Bjerkholt, Olav (2008): "Sosialøkonomenes oppmarsj og nasjonalbudsjettet", *Samfunnsøkonomen* nr 6 og 7, 68. årgang

22) A. W. Phillips (1958), "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica*, Vol. 25, No. 100, s 283-299

23) Milton Friedman and Rose D. Friedman (1998): "*Two Lucky People: Memoirs*", University of Chicago press, s 386-387. En raskere pengemengdevekst ville innebære lavere rente på kort sikt.

24) I 1975 hadde Sargent og Wallace publisert artikkelen " 'Rational' Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule" i *Journal of Political Economy*, vol 83, no. 2, April, side 241-254. Artikkelen viste at pengepolitikken måtte komme overraskende for å ha noen effekt på økonomien. Forventet politikk hadde ikke effekt. Dette var nok også noe av bakgrunnen for aksepten for å gå vekk fra tidligere løfter, og det kan forklare hvorfor myndighetene var lite opptatt av åpenhet. Noen år senere kom teoretiske arbeider som viste at forventet og regelbundet politikk likevel kunne stabilisere økonomien, så lenge det fantes pris- og lønnsstivheter. Noen eksempler er: Fischer (1977): "Long-Term Contracts, rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, 85, nr. 1, s 191-206.), Taylor (1980): "Aggregate Dynamics and Staggered Contracts", *Journal of Political Economy*, 88, nr 1, s 1-24 og Calvo (1983): "Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework", *Journal of Monetary Economics*, 12, nr. 3, s. 983-998.). Først med disse artiklene var det teoretiske grunnlaget på plass for samtidig å kunne holde ord og å la pengepolitikken bidra til å stabilisere økonomien.

25) For referanse, se note 13.

26) Se Eitrheim, Øyvind (2005) i Eitrheim og Qvigstad (red.): "Tilbakeblikk på norsk pengehistorie. Konferanse 7. juni 2005 på Bogstad gård", *Norges Banks skriftserie* nr. 37

27) Bahr, Henrik (1962): "Høyesteretts dom i gullklausulsaken", *Lov og Rett, Norsk Juridisk Tidsskrift*, hefte nr 5, s. 193-211

28) I tillegg hadde to statsgaranterte banker tatt opp obligasjonslån.

29) Den nye erkjennelsen av at en burde basere politikken på tillit i stedet for at politikken skulle komme overraskende må også sees i lys av at teoretisk utvikling påvirket praktisk politikk, jf fotnote 24.

30) Den senere tid har sentralbanker over hele verden blitt mer uavhengige, men samtidig mer åpne og forutsigbare i sin kommunikasjon med andre aktører i økonomien. Dette kan også sees på bakgrunn av den nye erkjennelsen, jf note 24.

31) Norges Bank rapporterer om gjennomføringen av pengepolitikken i Pengepolitisk rapport og i årsberetningen. Bankens rapporteringsplikt har sin bakgrunn i Grunnlovens § 75c og i sentralbanklovens § 3. Årsberetningen blir sendt til Finansdepartementet, forelagt Kongen i statsråd og meddelt Stortinget i Regjeringens kredittmelding. Sentralbanksjefen redegjør også for pengepolitikken i en åpen høring i Stortingets finanskomiteé.

32) I ØMU er målet stabile konsumpriser i medlemslandene som helhet, i stedet for stabile priser i hvert enkelt land. Argumentene for stabil pengeverdi er de samme som for Norges del.

33) En annen forskjell enn den som omtales i teksten, er at under paripolitikken stabiliserte myndighetene prisen på gull, og ikke prisen på en kurv av representative varer – konsumprisindeksen. I dag ville stabilisering av konsumprisindeksen beskrives som prisnivåmål. Inflasjonsmål innebærer derimot stabilisering av endringen i konsumprisindeksen. Videre er det en forskjell at vi ikke har noen innløsningsplikt i dag. Tilliten bygger ikke på en gullbeholdning, men mer generelt på en ansvarlig økonomisk politikk som et grunnlag for å nå inflasjonsmålet med aktiv bruk av renten.

34) På den tiden var alternativene til fastkurspolitikk eller pengemengdemål lite utredet i academia. Toneangivende politikere og økonomer var skeptiske til å forlate fastkurspolitikken. Pengemengdemål for politikken ble ansett som helt uaktuelt på grunn av ustabil pengeetterspørsel. John Taylors arbeider med renteregler som kunne bidra til å stabilisere inflasjonen og realøkonomien, gjennom åpenhet og forutsigbarhet, ble først publisert i 1993; John B Taylor: "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Series on Public Policy* 39, 195-214).

35) Se Storvik, K. (1998) "Aktuelle økonomiske og pengepolitiske problemstillinger", Foredrag på FOREX NORWAYS 43. generalforsamling 28. august 1998, se www.norges-bank.no. Norges Bank var forberedt på regimeskiftet, jf . drøftingene i "Choosing a Monetary Policy Target", A.B. Christiansen og J.F. Qvigstad (red.), Universitetsforlaget (1997) og "Perspektiver på pengepolitikken", J.F. Qvigstad og Ø. Røisland (red), 2000. Det ble også

avholdt en workshop i Det Norske Videnskaps-Akademi i oktober 2000, med tema "The Conduct of Monetary Policy in Open Economies".

36) Artikkel i Aftenposten 5. januar 1999 i forbindelse med at Svein Gjedrem overtok som sentralbanksjef, foredrag av Svein Gjedrem, Gausdal, 28. januar 1999: "Utfordringer i den økonomiske politikken." og kronikk av Svein Gjedrem i Aftenposten 4. mai 1999: "Utfordringer i pengepolitikken".

37) Michael Woodford (2003), *"Interest and Prices"*, Princeton University Press

38) Woodford (2003) påpeker at sentralbankens annonserte plan for renten fremover kan justeres underveis etter hvert som ny informasjon kommer til. For at publikum likevel skal ha tillit til og nytte av den annonserte rentebanen må det være slik at de ikke har grunn til å forvente systematiske avvik fra den.