

# Pengepolitikken i Norge

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Gjesteforelesning ved Norges Handelshøyskole, Bergen, 17. oktober 2002

*Med forbehold om endringer under fremføringen.*

*Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i Hovedstyret 18. september samt på tidligere foredrag.*

For halvannet år siden vedtok Regjeringen og Stortinget nye retningslinjer for den økonomiske politikken i Norge. Det ble trukket opp en plan for bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet. Statens oljeinntekter plasseres i Statens Petroleumsfond. Planen er hvert år å bruke den forventede realavkastningen av Petroleumsfondet, det vil si 4 prosent av fondet. En jevn økning i bruken av oljeinntektene gir større stabilitet enn et raskt uttak.

Regjeringen fastsatte samtidig et nytt operativt mandat for pengepolitikken. Norges Banks skal sette renten med sikte på lav og stabil inflasjon. Inflasjonsmålet er 2½ prosent.

Gjennomføringen av pengepolitikken er delegert til Norges Bank gjennom lov og forskrift. Bankens forståelse av forskriften er grunnlaget når vi setter renten. I tolkningen legger vi vekt på Regjeringens grunngeving for forskriften, på formålet slik det er uttrykt i det første avsnittet, og på vår kunnskap om sammenhengene mellom rente, kronekurs, produksjon, sysselsetting og inflasjon.

Den første setningen i mandatet for pengepolitikken omtaler kronens verdi. Stabilitet i kronens nasjonale verdi betyr at inflasjonen skal være lav og stabil.

Forskriften sier også at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i kronens internasjonale verdi. Kronekursen svinger fra dag til dag, fra uke til uke og fra måned til måned. Vi har åpen handel med utlandet og frie kapitalbevegelser. Vi har ikke virkemidler til å finstyre kronekursen. Men når pengepolitikken sikter mot lav og stabil inflasjon, vil det bidra til stabil kronekurs over tid.

Det første avsnittet i mandatet fremstår som et formål. Det siste avsnittet sier mer spesifikt hva Norges Bank skal gjøre. Inflasjonsmålet er satt til 2½ prosent. Hvis vi motvirker at kronen styrker seg når det er press i økonomien, reduserer vi muligheten for å holde inflasjonen i sjakk, og vi øker risikoen for svingninger i økonomien. Her må altså hensynet til stabilitet i kronens nasjonale verdi gå først.

Høy inflasjon koster. Husholdningene og bedriftene blir mer usikre på sine fremtidige inntekter og utgifter. Det gir opphav til feilinvesteringer og større svingninger i økonomien. Det er også viktig å unngå deflasjon - eller nedgang i prisene, fordi det ofte går hånd i hånd med å forsterke nedgangstider.

Lav og stabil inflasjon sikrer at endringer i relative priser kommer tydelig fram for husholdningene og bedriftene. Det gjør det enklere å fatte riktige beslutninger, og det bidrar

til mer stabile priser i finansmarkedene og i eiendomsmarkedene enn ellers. Det er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til vekst og stabilitet i økonomien.

Det finnes en rekke arbeider som ser på de realøkonomiske virkningene av høy inflasjon, se for eksempel referanser i Qvigstad og Røisland (2000).

Vi har hatt fire perioder med virkelig høy inflasjon de siste 100 årene: Under de to verdenskrigene og Koreakrigen, samt en 15 års periode fra første halvdel av 1970-årene til andre halvdel av 1980-årene. Virkelig høy inflasjon er i Norge et krigsfenomen og et 1970- og 80-tallsfenomen. I kjølvannet av den høye inflasjonen oppstod store realøkonomiske tap og finansiell ustabilitet. Inflasjonen kostet dyrt.

Den fjerde perioden med høy inflasjon var ulik de tre foregående. I 1970- og 80-årene tiltok inflasjonen gradvis. Den ble ikke så høy som under verdenskrigene, men det tok lang tid før inflasjonen kom ned.

Etterkrigstidens fastkurssystem, det såkalte Bretton Woods-systemet, brøt sammen i 1971. Et par år senere kom Yom Kippur-krigen, med OPEC-landenes leveransestopp og den første oljekrisen. Den kraftige økningen i oljeprisen ga nedgangstid i de vestlige økonomiene. Samtidig fikk inflasjonen feste i mange land.

I Norge ble velferdsstaten og overføringene til næringslivet bygget raskt ut, blant annet fordi vi ventet store framtidige oljeinntekter. Den økonomiske politikken søkte å bygge bro over det som var ventet å bli en midlertidig nedgang i verdensøkonomien. Det førte til en kamp om realressursene i økonomien mellom næringslivet og det offentlige, og mellom konkurransetsatt og skjermet sektor.

På 1970-tallet og 1980-tallet var det store svingninger i norsk økonomi. Den økonomiske utviklingen ble preget av høy og variabel inflasjon. Det ga store svingninger også i produksjon og sysselsetting.

De store svingningene hang sammen med at norsk økonomi manglet et nominelt ankerfeste. Med lavrentepolitikk og devalueringer festet inflasjonen seg. De nominelle rentene ble holdt nede selv om prisstigningen og verdien av skattefradraget for renteutgifter steg. Hyppige devalueringer fra 1976 kunne ikke i lengden hindre at industrien ble svekket. De ble tvert imot selvforsterkende. De store svingningene kulminerte med lånefesten midt på 1980-tallet. Den ble etterfulgt av en dyp lavkonjunktur og stor arbeidsledighet i slutten av 1980-årene.

Historien viser at vi i lengden ikke får lavere arbeidsledighet i bytte mot økt inflasjon. En pengepolitikk som bidrar til inflasjon skaper ikke økt økonomisk vekst. Tvert imot, den legger grunnlaget for senere nedgang og arbeidsledighet.

Uten nominell stabilitet får vi heller ikke stabilitet i sysselsetting og produksjon. Økonomien må ha en nominell forankring. Dette er pengepolitikken oppgave.

Norsk økonomi manglet et nominelt ankerfeste under lavrente- og devalueringsperioden på 1970- og 80-tallet.

Fastkurspolitikken fra 1986 gjenreiste pengepolitikken og la et grunnlag for en mer stabil økonomisk utvikling senere. Med fri flyt av kapital, dype kapitalmarkeder og innfasingen av oljeinntektene i norsk økonomi er det riktig å styre renten etter et inflasjonsmål.

Det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken i dag er renten på bankenes innskudd (foliorenten) i Norges Bank. Bankene kan også låne i Norges Bank.

Siden bankene samlet sett har netto innskudd i Norges Bank, blir innskuddsrenten bankenes marginale plasseringsrente. Foliorenten danner dermed et gulv for de kortsiktige rentene i pengemarkedet og for bankenes renter. Foliorenten er Norges Banks styringsrente. Norges Banks system for å styre renten er beskrevet i Kran og Øwre (2001).

La oss ta en stilisert gjennomgang av hva som skjer dersom sentralbanken setter opp styringsrenten. Høyere rente gjør det mer attraktivt å plassere i norske kroner og låne i andre valutaer. Normalt vil derfor en høyere rente føre til en sterkere krone. Det gjør importerte varer billigere. Dette kaller vi valutakurskanalen.

Renten påvirker prisveksten også indirekte via innenlandsk etterspørsel. Når renten øker, blir det mer lønnsomt å spare og mer kostbart å låne. Det demper forbruket og investeringene. I neste omgang bidrar lavere etterspørsel til å dempe veksten i priser og lønninger. I tillegg demper en sterkere krone aktiviteten, lønnsomheten og lønnsevnene i konkurranseutsatt næringsliv. Dette kaller vi etterspørselskanalen.

Dessuten påvirkes pris- og lønnsveksten av endringer i forventet inflasjon. Forventet inflasjon er blant annet viktig når det forhandles om lønninger. Bedriftene ønsker ikke å endre prisene for ofte. Derfor ser også de hen til forventet inflasjon når de setter prisene. Gjennom dette mønsteret kan endringer i renten påvirke disse forventningene og dermed også selve inflasjonen. Dette er forventningskanalen. Kanalene for pengepolitikken er blant annet beskrevet i Svensson (2002).

Det er viktig å være oppmerksom på sammenhengene mellom sysselsetting, produksjon og inflasjon. Hvis det er knapphet på arbeidskraft og andre realressurser, vil en stram pengepolitikk redusere inflasjonen gjennom virkningene på samlet etterspørsel. Og omvendt, når det er stor arbeidsledighet, vil lav rente stimulere etterspørselen og holde lønnsveksten og inflasjonen oppe. Når vi retter pengepolitikken inn mot å stabilisere inflasjonen, vil vi derfor også bidra til stabilitet i samlet produksjon og sysselsetting.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Våre analyser tyder på at en vesentlig del av virkningene av en renteendring vil komme innen to år. To år er derfor et rimelig tidsperspektiv for å nå inflasjonsmålet.

Det kan likevel tenkes at dersom prisveksten skulle være svært høy, og den økonomiske utviklingen svak, vil vi kunne velge å bruke noe lenger tid enn to år på å nå målet om en prisvekst på 2½ prosent. Vi behøver heller ikke ha hastverk med å få inflasjonen opp i en situasjon hvor inflasjonen er svært lav, men aktiviteten i økonomien høy. Ved å påvirke prisveksten over tid, unngår vi at pengepolitikken i seg selv påfører økonomien unødige forstyrrelser.

En forutsetning for å kunne velge et lengre tidsperspektiv er at vi kan bygge på at det er stor tillit hos aktørene i de finansielle markedene til at inflasjonen over tid vil være lav og stabil, og at lønnsdannelsen er nominelt forankret.

Hyppe og store renteendringer kan holde inflasjonen stramt på plass, men det vil samtidig gi store svingninger i produksjon og sysselsetting. Dette kan vi kalle et strengt inflasjonsmål. Vi kunne teoretisk sett også valgt å stabilisere produksjonen uten å ta hensyn til svingningene i inflasjonen. Det kan vi kalle et strengt produksjonsmål. I Norge har vi, som i en rekke andre land, valgt en middelvei. Renten endres mer gradvis med mindre utslag i produksjonen, og prisstigningen tillates å avvike fra målet over noe lengre tid enn under et strengt inflasjonsmål. Dette kalles fleksibel inflasjonsstyring. (Se for eksempel Svensson (2000)).

Den fleksible inflasjonsstyringen gir en ramme som både sikrer at økonomien har et nominelt ankerfeste og bidrar til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.

I alle de land vi kan sammenligne oss med er gjennomføringen av pengepolitikken nå delegert til en sentralbank. De første og mest kjente eksemplene på uavhengige sentralbanker er den tyske og den amerikanske sentralbanken. Delegasjon av de pengepolitiske beslutningene til en uavhengig sentralbank finner støtte også i økonomisk teori. Det bidrar til å sikre troverdighet, tillit og konsistens, fordi en uavhengig sentralbank er bundet av sitt mandat. Det øker mulighetene for at pengepolitikken kan bidra til stabilitet. For en drøfting av sentralbankens uavhengighet, se Hylland (2000).

Gevinstene ved uavhengigheten henger sammen med at aktørene i det økonomiske livet ser framover når de fatter beslutninger. De tar hensyn til den økonomiske politikken slik de forventer at den vil være i morgen og i overmorgen. Det er da viktig at myndighetene ikke sår tvil, men tvert i mot opptrer langsiktig og forutsigbart. Myndighetene må være troverdige og skape tillit. Det må være godt samsvar mellom det som sies om målene for politikken og det som faktisk blir gjort for å nå dem. Her finner vi den viktigste årsaken til at gjennomføringen av pengepolitikken delegeres til sentralbankene. I Norge ble ansvaret for rentebeslutningene delegert til Norges Bank i 1986.

Differansen mellom norske og tyske terminrenter på 10 års sikt gir oss en indikasjon på hvor godt vi lykkes i å skape tillit til at vi skal nå inflasjonsmålet.

Terminrentene beregnes på grunnlag av avkastningskurven, og kan tolkes som forventet 3 måneders rente om 10 år.

Terminrentedifferansen kan tolkes som forventet inflasjonsforskjell på lang sikt pluss en risikopremie. I euroområdet er målet at inflasjonen skal komme under 2 prosent. Hvis vi antar at det i gjennomsnitt gir en inflasjon på 1½ prosent, skulle det gi en inflasjonsforskjell på om lag 1 prosentpoeng mot Norge. Dette tilsier at en investor som søker samme realavkastning må ha en prosent høyere rente i Norge enn i Tyskland. Etter innføringen av inflasjonsmålet lå differansen mellom tyske og norske terminrenter lenge på om lag 1 prosentpoeng. Den siste tiden har denne differansen falt til om lag 0,8 prosentpoeng. Den lave renteforskjellen tyder på at det er tillit til at vi skal nå inflasjonsmålet.

Pengepolitikken skal bidra til å jevne ut svingninger i økonomien som skyldes endringer i etterspørselen. Samtidig sier retningslinjene for budsjettpolitikken at "det (i finanspolitikken) må legges stor vekt på å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet". Vi ser her at det er overlapp mellom oppgavene som pengepolitikken og finanspolitikken er ment å utføre. Dette gjør det naturlig å stille spørsmålet om det ikke likevel er behov for å koordinere beslutningene i finans- og pengepolitikken.

Et godt samspill krever at de organene som treffer beslutningene er seg bevisst hvordan egne beslutninger påvirker de beslutningene det andre organet vil ta.

Hvis ikke denne erkjennelsen er til stede, vil ikke resultatet av egne beslutninger bli slik man selv hadde planlagt. Økonomien vil kunne bevege seg i en svært lite gunstig retning, med høye renter, lav økonomisk vekst og svekkelse av statens finansielle stilling. En kan for eksempel havne i en situasjon hvor Norges Bank strammer til pengepolitikken for å nå prismålet, mens statsmyndighetene samtidig øker bruken av petroleumsinntektene (ut over handlingsregelen) for å øke sysselsettingen og redusere arbeidsledigheten.<sup>1</sup>

Men selv uten løpende koordinering kan resultatet bli ganske godt hvis finanspolitikken opptrer som "leder" og pengepolitikken som "følger", for å bruke uttrykk fra spillteorien.<sup>2</sup>

Finanspolitikken fastlegges med kjennskap til hvordan pengepolitikken vil reagere. Dagens fleksible inflasjonsstyring legger en fast ramme for pengepolitikken og gir klare føringer på hvordan pengepolitikken skal reagere i ulike situasjoner. De finanspolitiske myndighetene kan internalisere det pengepolitiske reaksjonsmønsteret. Dette er det også naturlig at de gjør, når Regjering og Storting har fastsatt mandatet for pengepolitikken.

Forholdene ligger altså til rette for å delegere beslutningen om renten, men handlingsmønsteret til sentralbanken må være kjent, slik at de finanspolitiske myndighetene kan ta hensyn til det. Spillsituasjoner som kan oppstå med en uavhengig sentralbank med et inflasjonsmål er drøftet i blant annet Leitemo (2000) og i Steigum (2000).

Norges Bank analyserer utsiktene for inflasjonen i inflasjonsrapportene 3 ganger i året. Hovedstyret drøfter de økonomiske utsiktene i et eget kveldsmøte tre uker før inflasjonsrapporten legges fram. Dagen etter sammenfatter hovedstyret sin drøfting og vurderer konsekvensene for utformingen av pengepolitikken de neste fire månedene. Denne vurderingen er en viktig intern referanse når hovedstyret senere tar stilling til renten. Den vil også være et grunnlag for vår eksterne kommunikasjon i foredrag og media.

Renten vurderes av hovedstyret hver sjette uke. Rentebeslutningen offentliggjøres i en pressemelding med påfølgende pressekonferanse.

La meg som et eksempel gjøre rede for vurderingene ved rentebeslutningen i juni, da styringsrenten ble satt opp fra 6,5 til 7 prosent.

Utviklingen i de internasjonale finansmarkedene var da som nå preget av usikkerhet. Vi la til grunn at aktiviteten hos våre handelspartnere skulle ta seg gradvis og forsiktig opp. Oljeprisen var høy, også målt i norske kroner.

Det private forbruket hadde økt mye som følge av kraftig inntektsvekst. Husholdningene ventet sterk inntektsutvikling og de lånte mye. Boliginvesteringene var høye, og finansinvesteringene lave. Boligprisene vokste. Offentlige bevilgninger vokste som andel av verdiskapingen. Det var også ventet høyt nivå på oljeinvesteringene. Presset på realressursene ble derfor vurdert som sterkt.

Veksten i lønningene var merkbart høyere enn vi tidligere hadde anslått. Resultatene fra de ulike oppgjørene trakk i retning av en vekst i lønningene på mellom 5½ og 6 prosent i år. Lønnsoppgjøret ga store lønnstillegg med virkning fra neste år for enkelte grupper selv om det også skal forhandles om lønnstillegg i 2003.

I motsatt retning trakk utviklingen i kronekursen. Norske kroner hadde styrket seg. Forventninger om økt rente, på grunn av utviklingen i lønnsoppgjøret, bidro trolig til dette.

Med dette utgangspunktet ble veksten i konsumprisene, med uendret rente på 6,5 prosent og uendret kronekurs på gjennomsnittet for kursen andre kvartal, anslått til 2¾ prosent fra sommeren 2004.

Anslagene viste at prisveksten på kort sikt kunne komme til å bli lavere enn 2½ prosent. Hadde vi prøvd å nå inflasjonsmålet på helt kort sikt - altså et strengt inflasjonsmål -, måtte renten vært satt ned. Det ville bidra til en svekket krone og økt prisvekst. Vi vet at det trolig ville ført til at vi om et års tid måtte ha satt opp renten vesentlig mer enn det vi nå har gjort. Dette ville ha ført til en ujevn utvikling i produksjon og sysselsetting.

Det var heller ikke slik at hensynet til å jevne ut produksjon og sysselsetting tilsa en lettere pengepolitikk. Hadde vi lagt større vekt på det hensynet - altså et strengt produksjonsmål - skulle pengepolitikken vært strammere og renten høyere for å gardere mot en låne og forbruksfest.

Etter en samlet vurdering ble foliorenten hevet med 0,5 prosentpoeng, til 7 prosent på rentemøtet samme dag.

Samtidig la vi fram anslag for inflasjonen med en kurs lik gjennomsnittet for juni og en rente på 7 prosent. I sommer har kronen vært i dette leiet. Konsumprisene økte noe mer enn ventet i juni og juli, men i august og september kom nivået tilbake til nivået i vår bane. Neste inflasjonsrapport kommer i forbindelse med Hovedstyrets rentemøte 30. oktober.

## Referanser

Hylland, Aanund (2000), "Er uavhengig sentralbank udemokratisk?" i boka *Perspektiver på pengepolitikken* redigert av Jan F. Qvigstad og Øistein Røisland.

Kran, Lars-Christian og Grete Øwre (2001), "Norges Banks system for å styre renten", *Penger og Kreditt* no. 2/2001.

Leitemo, Kai (2000), "Samspillet mellom penge- og finanspolitikken under et underliggende inflasjonsmål for en liten åpen økonomi," *Norsk Økonomisk Tidsskrift* nr. 2/00.

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

Steigum, Erling (2000), "Samspillet mellom pengepolitikken og finanspolitikken ved et inflasjonsmål" i boka *Perspektiver på pengepolitikken*" redigert av Jan F. Qvigstad og Øistein Røisland.

Svensson, Lars E. O. (2000): "Open-Economy Inflation Targeting," *Journal of International Economics*, vol. 50, no. 1.

Svensson, Lars E. O. (2002): "Monetary Policy and Real Stabilization", mimeo, Princeton University

### **Fotnoter**

1. Jf. Cournot-Nash likevekten i spillteorien
2. Jf. Stackelberg likevekten i spillteorien