

Tillit og troverdighet i pengepolitikken

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem, Gausdal 25. januar 2001

Pengepolitikkenes viktigste oppgave er å bidra til nominell stabilitet. Nominell stabilitet skaper bedre rammebetingelser for økonomisk aktivitet. Prisene på varer og tjenester blir bedre informasjonsbærere. En unngår endringer i fordeling av inntekter og formue som følge av variabel prisutvikling. Nominell stabilitet er viktig for den realøkonomiske utviklingen og er det beste bidrag pengepolitikken kan gi til økonomisk vekst.

Med dette som utgangspunkt vil jeg i dag snakke om betydningen av tillit og troverdighet i pengepolitikken. Videre vil jeg vurdere den pengepolitikken som er blitt ført de siste par årene opp mot retningslinjene for pengepolitikken og vår tolkning av dem.

Forventninger og tillit

Forventninger om framtiden spiller en stor rolle i all økonomisk virksomhet. Bedrifter tar beslutninger om produksjonsvolum, investeringer, ansettelse og priser på bakgrunn av forventninger om framtidig etterspørsel, priser og kostnader. Husholdninger foretar innkjøp basert på forventninger om framtidige inntekter, formue, priser og jobbsikkerhet. Figur 1 kan illustrere en mulig sammenheng mellom husholdningenes vurdering av framtidsutsiktene og deres forbruk. Organisasjonene i arbeidslivet forhandler om lønn basert på forventninger om blant annet prisutviklingen og utviklingen i sysselsettingen de nærmeste årene. Forventninger spiller en viktig rolle i finansmarkedene. Aksjekurser og valutakurser kan svinge kraftig som følge av endringer i markedsaktørens forventninger.

Fordi forventninger spiller så stor rolle for planlegging og beslutninger i det økonomiske livet, er det vesentlig at det er tillit til det nominelle ankeret. Dette gjør det mulig å oppnå nominell stabilitet med mindre realøkonomiske forstyrrelser og lavere arbeidsledighet.

Selv om nominell stabilitet er en forutsetning for en god realøkonomisk utvikling over tid, kan det på kort sikt oppstå motsetningsforhold. Et slikt motsetningsforhold vil oppstå dersom det inntreffer forstyrrelser på produksjons- eller tilbudssiden i økonomien som gir økt pris- og kostnadsvekst, uten at det reflekterer økt press i økonomien. Eksempler på slike forstyrrelser er forhandlingsdrevne kostnadsjokk eller en svakere utvikling i produktiviteten. Når det inntreffer forstyrrelser på tilbudssiden i økonomien, kan det være et bytteforhold mellom fluktasjoner i nominelle priser og lønninger og fluktasjoner i produksjon og sysselsetting. Et slikt bytteforhold er illustrert i Figur 2. Figuren illustrerer at det å bruke kraftige virkemidler for å oppnå et prismål eller valutakursmål på kort sikt gir større realøkonomiske svingninger. Med større fleksibilitet i forhold til kortsiktig måloppnåelse, kan en oppnå en mer stabil realøkonomisk utvikling. Men en må ikke undergrave tilliten til det nominelle ankeret. Det kan føre til et dårligere bytteforhold, som illustrert ved den stiplede kurven i diagrammet.

Dersom det er mangelfull tillit til pengepolitikken, vil aktørene i det økonomiske livet kunne forvente at den økte pris- og kostnadsveksten vil vedvare. I lønns- og prisfastsettelsen tas

det hensyn til dette. Resultatet blir en lønns- og prisspiral. Erfaringer viser at det igjen fører til lavere vekst og sysselsetting. Mangelfull tillit innebærer derfor en risiko for økt arbeidsledighet. Derfor må også pengepolitikken ha den nominelle utviklingen særskilt for øye når økonomien blir utsatt for forstyrrelser på tilbudssiden, for å unngå at økonomien skal komme inn i en uheldig sirkel. Bygging av tillit til den nominelle utviklingen må gis tilstrekkelig prioritet.

Dersom det er tillit til pengepolitikken, vil aktørene i det økonomiske livet forvente at økningen i pris- og kostnadsveksten blir kortvarig. Økte priser vil da i liten grad bli veltet over i nye priser og lønninger, og risikoen for nedgangstider blir mindre. Tillit til pengepolitikken gir derfor et bedre bytteforhold mellom nominelle svingninger og fluktuasjoner i produksjon og sysselsetting.

Jeg har nå snakket om forstyrrelser på tilbudssiden i økonomien. Det er imidlertid mange typer forstyrrelser der det ikke eksisterer noe motsetningsforhold mellom en stabil nominell utvikling og en stabil realøkonomisk utvikling. For eksempel kan et kraftig fall i den samlede etterspørselen gi nedgangstider med deflasjon. En ekspansiv pengepolitikk kan i en slik situasjon bidra til nominell stabilitet og realøkonomisk stabilitet.

Enten det oppstår forstyrrelser på tilbudssiden eller på etterspørselssiden, bør renten være tilgjengelig for å påvirke den økonomiske utviklingen. Renten er et virkemiddel, ikke et mål i seg selv. En passiv pengepolitikk vil føre til både ustabilitet i priser og valutakurs og større svingninger i produksjon og sysselsetting. En aktiv pengepolitikk betyr imidlertid ikke at vi skal forsøke å finstyre den økonomiske utviklingen. Vi må være oppmerksomme på den usikkerheten som er forbundet med den økonomiske utviklingen og virkningene av pengepolitikken. Normalt skal vi gå gradvis fram i rentesettingen for å tilegne oss mer informasjon, blant annet om virkningene av tidligere renteendringer.

Usikkerhet og troverdighet

Norges Banks mandat sier at pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi mot europeiske valutaer, med utgangspunkt i kursleiet etter at 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 utgangsløiet.

I utøvelsen av pengepolitikken fokuserer Norges Bank på de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronekursen overfor euro. For det første må pris- og kostnadsveksten komme ned mot den stigningen Den europeiske sentralbanken (ESB) sikter mot. For det andre må pengepolitikken i seg selv ikke bidra til nedgangstid med deflasjon, fordi det kan svekke tilliten til kronen. I selve reaksjonsmønsteret er det trolig få vesentlige forskjeller mellom Norge og land med eksplisitte prismål. Pris- og kostnadsveksten må siktes inn mot det ESB sikter mot. I Norge har imidlertid finanspolitikken tradisjonelt spilt en viktig rolle i stabiliseringspolitikken. Dette har gjort at byrden på pengepolitikken har vært mindre. I tillegg har trolig det norske systemet for inntektsdannelse periodevis bidratt til å dempe virkningene av forstyrrelser som økonomien blir utsatt for.

Pengepolitikken påvirker pris- og kostnadsveksten med et tidsetterslep på kanskje ett til tre år. I rentesettingen spiller derfor anslagene for pris- og kostnadsveksten på et par års sikt en viktig rolle.

I perioden mellom beslutninger om renten fattes og til renten får gjennomslag på priser og kostnader, inntreffer ulike typer forstyrrelser som påvirker pris- og kostnadsveksten. Det er derfor ikke mulig å kontrollere utviklingen i priser og kostnader fullt ut. Den faktiske utviklingen i priser og kostnader vil normalt avvike noe fra tidligere anslag for denne utviklingen. Basert på avvik mellom den faktiske prisutviklingen og Norges Banks anslag de siste årene, kan vi beregne et usikkerhetsintervall for prisveksten.

Hvordan kan pengepolitikken være troverdig når det er såpass vanskelig å kontrollere prisveksten? Svaret på det ligger i to forhold. For det første baserer aktørene i det økonomiske livet sine beslutninger på sannsynlige utfall for prisveksten. Selv om det er betydelig usikkerhet, vil pengepolitikken være troverdig dersom det utfallet aktørene anser som mest sannsynlig, og dermed baserer sine beslutninger på, er i samsvar med det nominelle ankeret. For det andre er tillit knyttet til reaksjonsmønstret. Dersom det oppstår forstyrrelser som gjør at prisveksten i Norge blir høyere enn det ESB sikter mot, må det være tillit til at virkemidlene i pengepolitikken innrettes med sikte på å bringe prisveksten ned mot det som det nominelle ankeret tilsier. Midlertidige avvik behøver derfor ikke å føre til mindre troverdighet.

Tillit til lav og stabil inflasjon bidrar til større stabilitet enn ellers i kronkursen. Men det kan ikke hindre endringer i kronkursen dersom norsk økonomi blir utsatt for vesentlige og andre realøkonomiske forstyrrelser enn euroområdet og forstyrrelsene ikke blir tatt hånd om gjennom finans- eller inntektspolitikken.

Pengepolitikken kan ikke funksjonere godt uten i et godt samspill med finanspolitikken. I euroområdet gir Maastricht-traktaten og stabilitetspakten retningslinjer for budsjettpolitikken, med krav om å bygge ned statsgjeld og ha overskudd på statsbudsjettet i oppgangskonjunkturer og grenser for underskuddet i nedgangstider. Sverige har satt tak på statens utgifter på mellomlang sikt og bygger ned statsgjelden planmessig. Storbritannia følger en retningslinje som sier at offentlig konsum ikke skal lånefinansieres. I tillegg har de satt et tak på statens nettogjeld. USA har skaffet seg et betydelig overskudd i de offentlige finansene, og statsgjelden reduseres.

I Norge er det viktig at de årlige budsjettene er forankret i en langsiktig strategi som tar høyde for at oljeinntektene kan svinge fra år til år. Det er en fordel om finanspolitikken i tillegg kan brukes for å motvirke svingninger i etterspørsel og produksjon. Slik siktemålet har vært, bør det unngås at statsbudsjettet virker medsyklisk. Det ville være uheldig dersom statsbudsjettene bidrar til økt etterspørsel etter arbeidskraft når pris- og lønnsveksten samtidig er klart høyere enn i utlandet.

Åpenhet i pengepolitikken

For å bidra til troverdighet og tillit, legger Norges Bank vekt på åpenhet i rentepolitikken. Åpenhet fremmer forutsigbarhet om sentralbankens adferd og gjør dermed usikkerheten

mindre for aktørene i det økonomiske livet. Norsk økonomi blir mindre utsatt for tvil og spekulasjoner om rentesettingen, forventningsdannelsen blir mer stabil og utviklingen i markedsrentene blir jevnere.

Presidenten i Den europeiske sentralbanken, Willem F. Duisenberg, har definert åpenhet som at "den eksterne presentasjonen av beslutningene er i samsvar med den interne beslutningsprosessen."

I pressekonferansene i forbindelse med rentemøtene redegjør vi for rentebeslutningen. Normalt gir vi også en uttalelse om skjevhet - det vil si om det er sannsynlighetsovervekt for at neste endring i renten blir opp eller ned. Inflasjonsrapporten inneholder Norges Banks beste faglige skjønn på utviklingen i prisstigningen på to års sikt. I Norges Banks årsrapport gis en årlig gjennomgang av virkemiddelbruken og beslutningsgrunnlaget. Her vurderes også hvor godt vi har lyktes med å nå målene for pengepolitikken.

Det kan se ut til at åpenhet om vår tolkning av mandatet og vårt reaksjonsmønster har bidratt til noe større forutsigbarhet i pengepolitikken. Figur 5 illustrerer at pengemarkedsrentene endres mindre enn før når Norges Bank endrer styringsrentene.

En annen side ved åpenhet, som er minst like viktig, er at åpenhet omkring mandatet, vår tolkning av det, vårt reaksjonsmønster og våre vurderinger av de økonomiske utsiktene legger bånd på vår egen handlefrihet. Det bidrar til at sentralbanken er konsistent over tid.

Pengepolitikken de seneste årene

Har pengepolitikken vært vellykket? Har den bidratt til at forutsetningene for en stabil valutakurs blir oppfylt? Før jeg forsøker å besvare disse spørsmålene, vil jeg kort gå gjennom den faktiske utøvelsen av pengepolitikken og beslutningsgrunnlaget.

Perioden fra fastkurssystemet formelt ble forlatt i desember 1992 fram til 1996 var preget av balansert vekst og en stabil kronekurs. I 1996 begynte økonomien imidlertid å vise tegn til overoppheting. Sammen med en økning i oljeprisen bidro dette til et appresieringspress mot kronen. Renten ble holdt lav for å motvirke appresieringspresset, og finanspolitikken var ikke tilstrekkelig stram til å dempe presset i økonomien. Blant annet utviklingen siden årsskiftet 1996/97 viser at valutakursen ikke lenger er godt egnet som et operativt kortsiktig mål for pengepolitikken. Norges Bank kan ikke finstyre kronekursen. I utøvelsen av pengepolitikken legger derfor Norges Bank som nevnt vekt på å oppfylle de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronekursen over tid.

Ustabiliteten økte ytterligere i 1998. I tillegg til de innenlandske problemene med overoppheting, som nå slo ut i sterk kostnadsvekst, var 1998 preget av finansielle kriser i Asia, Russland og Brasil, fallende råvarepriser og generell uro på de internasjonale finansmarkedene. Etter at det i august ble klart at Russland i praksis ikke kom til å betjene utenlandsgjelden sin, falt markedsaktørenes vilje til å ta risiko dramatisk. Uroen spredde seg da også til de europeiske finansmarkedene og til Norge. Investorene flyttet midlene sine til Tyskland, USA og Sveits. Valutaene i land med mindre likvide og mer volatile finansmarkeder, som Norge og Sverige, ble svekket. Den norske kronen falt i verdi fra et nivå rundt 101 mot

ecu-indeksen ved inngangen av året til 115 i oktober, det svakeste nivået siden målet om å stabilisere kronen mot ecu ble innført.

Norges Bank svarte på den kraftige kronesvekkelsen med å heve signalrentene flere ganger gjennom 1998. Etter den siste renteøkningen 25. august var foliorenten 8,00 prosent, eller 4,50 prosentpoeng høyere enn ved inngangen av 1998. Kjell Storvik uttalte i etterkant av dette at "Det rentenivå som nå er etablert bør i tillegg til direkte å bidra til å stabilisere kronkursen også begrense prisforventningene, hvilket i sin tur vil innebære at forventningene om ytterligere depresiering etter hvert avtar."

Utover høsten viste det seg at prisvirkningene av kronesvekkelsen ikke ble så store som først antatt. For det første hadde kronen svekket seg mindre mot et gjennomsnitt av handelspartnerne enn mot ecu. For det andre gikk prisstigningen internasjonalt ned. Omslaget i realøkonomien så samtidig ut til å bli stort. Den lave oljeprisen forsterket fallet i oljeinvesteringene.

Ved inngangen av 1999 framsto utsiktene for norsk økonomi som relativt dystre. I denne situasjonen ble det vurdert å være en reell fare for at Norge ville gå inn i en periode med nedgangstider av en art som ytterligere kunne svekke tilliten til kronen. Det var bakgrunnen for at Norges Bank ved begynnelsen av 1999 valgte å redusere renten. På grunn av usikkerhet om den økonomiske utviklingen og virkningene av renteendringer, går Norges Bank gradvis fram i rentepolitikken. Renten ble derfor redusert skrittvis med til sammen 2,50 prosentpoeng i fem omganger i perioden 28. januar til 23. september 1999. Rentereduksjonen bidro til å styrke kronen.

I midten av 1999 vurderte Norges Bank risikoen for nedgangstider av en art som ville svekke tilliten til kronen som vesentlig redusert. Årsakene var, i tillegg til rentereduksjonen, blant annet lysere vekstutsikter internasjonalt og høyere råvarepriser. Vi så imidlertid fortsatt for oss en periode med vekstpause i norsk økonomi. Anslagene for pris- og kostnadsstigningen de nærmeste årene var da i samsvar med den stigningen som ESB sikter mot. Etter at den siste rentenedsettelsen ble besluttet den 22. september 1999, signaliserte vi at våre prognoser indikerte en sannsynlighetsovervekt for at neste renteendring ville være en reduksjon. Vi ga imidlertid også uttrykk for at vi vurderte rommet for ytterligere rentenedgang som lite.

Gjennom siste halvdel av 1999 tydet økonomiske indikatorer på at vi hadde undervurdert den økonomiske veksten. Anslagene for pris- og kostnadsveksten og veksten i fastlandsøkonomien de nærmeste årene ble oppjustert. Dette var bakgrunnen for at Norges Bank etter rentemøtet 16. mars 2000, hvor renten ble holdt uendret, for første gang signaliserte en sannsynlighetsovervekt for at neste renteendring ville være en økning. Den 12. april 2000 besluttet Norges Bank å øke foliorenten med 0,25 prosentpoeng til 5,75 prosent.

Beslutningen om å øke styringsrentene ble fattet i en periode da kronen hadde svekket seg mot et gjennomsnitt av handelspartnerne, men var stabilt sterk mot euro. Det siste reflekterte euroens svake utvikling. I den situasjonen norsk økonomi befant seg i, vurderte vi at en uendret rente ikke ville bidra til å bringe pris- og kostnadsveksten ned mot den stigningen ESB sikter mot. En uendret rente ville dermed undergrave målet om en stabil

valutakurs over tid. Samtidig var veksten i økonomien såpass sterk at en høyere rente ikke medførte noen vesentlig økning i risikoen for nedgangstider med deflasjon. Renteøkningen på 0,25 prosentpoeng var i seg selv beskjeden. Vi signaliserte imidlertid en sannsynlighetsovervekt for at neste renteendring ville være en økning.

Tendensen til fortsatt press i økonomien ble enda klarere utover sommeren 2000. Lønnsoppgjøret medførte en økning i lønnskostnadene på om lag 5 prosent både i 2000 og i 2001. Anslagene for pris- og kostnadsveksten i årene fremover ble oppjustert som følge av den høyere lønnskostnadsveksten, svakere effektiv kronekurs og sterkere prisimpulser fra utlandet. Vekstpausen i norsk økonomi så ut til å bli kortere enn ventet.

På bakgrunn av oppjusteringen av anslagene for pris- og kostnadsveksten de nærmeste årene, besluttet Norges Bank den 14. juni å øke renten med 0,50 prosentpoeng. Renteøkningen ble fulgt opp av en ny økning på 0,50 prosentpoeng den 9. august. Da signaliserte vi en sannsynlighetsovervekt for at neste renteendring ville være en økning, men uttalte samtidig at vi hadde tatt vesentlige skritt i den rentetilpasning som var riktig på bakgrunn av våre analyser. Etter at den neste renteøkningen på 0,25 prosentpoeng ble besluttet den 20. september, ga vi uttrykk for at vi anså det like sannsynlig at neste endring i renten ville være en reduksjon som at det ble en økning. Foliorenten har siden dette vært 7,00 prosent.

I den siste inflasjonsrapporten, IR 2000/4, ble det anslått at prisveksten ville avta noe i årene fremover, men ligge over to prosent i 2003 og 2004. Anslagene var imidlertid betinget av at renten utvikler seg i tråd med markedets forventninger, reflektert ved terminrentekurven. I markedet var det priset inn en rentenedgang de neste to årene. Det så dermed ut som om aktørene i pengemarkedet hadde en annen oppfatning av sannsynligheten for rentefall enn det Norges Bank hadde gitt uttrykk for. Den tekniske forutsetningen om rentenedgang påvirket anslagene. I rapporten viste vi også at dersom vi i stedet betinget med en uendret rente, ville anslagene for prisveksten ligge i underkant av 2 prosent fra og med utgangen av 2002.

Har pengepolitikken vært vellykket?

Det er ikke mulig å finne et enkelt resultatmål som gjør det til en triviell oppgave å bedømme i ettertid om pengepolitikken har vært vellykket. Som nevnt innledningsvis er tillit og troverdighet viktig for å nå målene for pengepolitikken. Graden av tillit og troverdighet vil være en indikasjon på hvor vellykket pengepolitikken har vært.

Tillit og troverdighet kan ikke måles direkte. Det finnes imidlertid ulike indikatorer som gir noe informasjon. Troverdighet gjenspeiles i at publikums forventninger om den framtidige nominelle utviklingen er i samsvar med det nominelle ankeret. En test kan være om aktørene i økonomien forventer at prisstigningen kommer ned mot ESBs mål. ESB har prisstabilitet som det primære målet og har definert prisstabilitet som en årlig stigning på under to prosent i konsumprisene, målt ved den harmoniserte konsumprisindeksen.

Prisforventningene kan ikke måles eksakt. En kan imidlertid få et røft anslag på dem blant annet gjennom spørreundersøkelser. Figur 11 viser markedsaktørens forventninger om inflasjonen de neste 10 årene, slik de framkommer i "Consensus Forecasts".

Med forbehold om nøyaktigheten i slike målinger, tyder spørreundersøkelsen på at prisstigningen forventes å reduseres i årene fremover og komme nær det intervallet som ESB sikter mot. I den siste undersøkelsen fra 8. januar i år, var *consensus forecast* for prisstigningen 2,0 prosent i 2001.

En annen indikator på prisforventningene er utviklingen i langsiktige renter. Ut fra langsiktige renter kan en utlede såkalte implisitte terminrenter, som måler markedets forventninger om framtidige korte renter. Dersom norske langsiktige terminrenter er vesentlig høyere enn tilsvarende renter for euroområdet, kan det være en indikasjon på at markedsaktørene forventer høyere prisstigning over tid i Norge enn i eurolandene. Fordi renteforventningene ikke kan observeres direkte, må en imidlertid ta høyde for enn viss usikkerhet med hensyn til beregningsmetoden.

Figur 12 viser utviklingen i den langsiktige terminrentedifferansen mot Tyskland. En positiv terminrentedifferanse gjenspeiler i noen grad at markedet for norske statsobligasjoner er relativt lite i internasjonal målestokk. Avkastningen på norske statsobligasjoner er derfor normalt noe høyere enn avkastningen på tilsvarende tyske for å kompensere for likviditetsrisikoen.

Terminrentedifferansen er gjennomgående lav. Dette tyder på at det er forventet at prisstigningen i Norge på sikt ikke vil være vesentlig høyere i Norge enn i eurolandene. I likhet med informasjonen i "Consensus Forecasts" tyder også terminrentene på at det i finansmarkedene er rimelig grad av tillit til pengepolitikken.

Graden av tillit til pengepolitikken reflekteres også i valutamarkedet. Sviktende tillit gir seg utslag i en svakere og mer ustabil kronekurs. Figur 13 viser utviklingen i markedets vurdering av sannsynlighetsfordelingen for kronkursen om 1 måned. En flat kurve reflekterer stor usikkerhet. Kurvene, som er utledet av prisene på valutaopsjoner, viser at usikkerheten omkring framtidig kronekurs er vesentlig mindre i dag enn ved inngangen av 1999.

Både spørreundersøkelser og finansielle indikatorer som terminrenter og priser på valutaopsjoner kan gi oss løpende informasjon om tilliten til pengepolitikken. Selv om slik informasjon er nyttig, gir den ikke tilstrekkelig grunnlag for å vurdere om pengepolitikken har vært vellykket i forhold til målet slik det er trukket opp i valutakursforskriften. For å vurdere i ettertid den pengepolitikken som har vært ført, kan vi også se på utviklingen i den faktiske inflasjonen og kronkursen. Det er imidlertid viktig å nevne at en ikke bare kan vurdere om utviklingen i inflasjonen og valutakursen har vært tilfredsstillende i forhold til målet. Vi må også skjønnsmessig vurdere om valutakursen og inflasjonen kunne vært stabilisert med lavere realøkonomiske kostnader.

Når vi vurderer pengepolitikken i etterkant, må vi ta hensyn til det beslutningsgrunnlaget som var gjeldende der og da. Beslutningsgrunnlaget kan endres som følge av revisjoner av data, ny informasjon om den økonomiske utviklingen, eller vi kan rett og slett endre vår tolkning av den informasjonen som foreligger.

Selv om det er vanskelig å finne et enkelt og presist resultatmål, kan vi trekke noen generelle vurderingskriterier. Hvis kronekursen er stabil om lag i utgangsleiet slik det er definert i valutakursforskriften, og inflasjonen er om lag på linje med den ESB sikter mot, må en kunne si at pengepolitikken, ut fra det mål som er satt, har vært vellykket. Med svak kurs og høy inflasjon er det naturlig å stille kritiske spørsmål ved pengepolitikken. Den kan da ha vært for ekspansiv. Tilsvarende, med sterk kurs og med prisstigning nær null eller deflasjon, har trolig pengepolitikken vært for stram.

Dersom pris- og kostnadsveksten er på linje med det ESB sikter mot, er en grunnleggende forutsetning for kursstabilitet oppfylt. Kursen kan likevel bli ansett som "for sterk" eller "for svak" i forhold til utgangsleiet. Det kan skyldes at realøkonomiske forhold tilsier at kronen realappresierer eller realdepresierer. Bakgrunnen for slike kursendringer kan være at den kostnadsmessige konkurranseevnen til norsk næringsliv skal svekkes eller styrkes. For eksempel kan økt bruk av oljeinntektene over statsbudsjettet føre til at den konkurranseutsatte delen av næringslivet må bygges ned for å skape rom for høyere innenlandsk forbruk. Likevektsleiet for kronekursen kan derfor endres. Norges Bank bør i en slik situasjon nøye ha vurdert årsakene til kursutviklingen. Dersom det er grunn til å tro at kursen varig vil forbli sterk eller svak, reiser spørsmålet seg for Norges Bank om å melde fra til statsmyndighetene om at det kan være nødvendig med tiltak av andre enn banken.

Det kan tenkes situasjoner hvor renten måtte holdes høy, slik at den ville skape nedgangstid med deflasjon, for at kronen for en tid skulle holde en verdi på linje med utgangsleiet. Dette ville imidlertid neppe være en stabil situasjon. Så lenge de fundamentale forholdene ikke støtter opp under kronekursen i utgangsleiet, er det lite trolig at et slikt utfall vil vare ved. Dersom pengepolitikken har bidratt til nedgangstider med deflasjon, kan den neppe sies å ha vært vellykket selv om kronen for en tid har vært stabil i utgangsleiet, fordi det ville skapt grunnlag for framtidige svingninger i kursen. Tilsvarende vil en kronekurs i utgangsleiet kombinert med høy inflasjon ikke være opprettholdbar. Pengepolitikken kan neppe sies å ha vært vellykket i forhold til retningslinjene fordi den også i dette tilfellet må antas å ha vært med på å legge grunnlag for at kronekursen senere vil bli ustabil.

Norsk økonomi kan bli utsatt for økonomiske forstyrrelser som både bidrar til økt inflasjon og til midlertidig styrket kronekurs. Pengepolitikken bør i en slik situasjon ha søkt å motvirke at inflasjonen varig blir høyere, fordi høyere inflasjon gir grunnlag for senere ustabilitet i kronen. Norges Bank bør imidlertid i rimelig tid ha varslet statsmyndighetene, som også bør ha vurdert andre tiltak for å stabilisere den økonomiske utviklingen.

Norsk økonomi kan dessuten bli utsatt for negative hendelser som gir utsikter til nedgangstider med deflasjon samtidig som kronen svekker seg. For eksempel vil svikt i oljeprisen kunne påvirke økonomien i en slik retning. Pengepolitikken bør i ettertid vurderes ut fra om den har bidratt til å motvirke deflasjonstendensene. Også i en slik situasjon kan det bli grunnlag for Norges Bank å varsle statsmyndighetene om at det er nødvendig med tiltak fra andre enn banken.

Vurderingskriteriene jeg her har skissert kan sammenfattes i matrisen i Figur 14. Ved inngangen til 1999 var vi en situasjon hvor kronen var svak, renten høy og det var en betydelig risiko for nedgangstider av en art som ville svekke tilliten til kronen ytterligere. Vi kunne altså lett ende opp i den situasjonen som er representert ved ruten øverst til venstre i

matrisen. For å stimulere økonomien valgte Norges Bank å sette ned renten. Som jeg var inne på tidligere, styrket kronen seg da renten ble satt ned. Det tyder på at beslutningen førte til økt tillit til kronen.

Etter at rentereduksjonene i 1999 var gjennomført, var kronekursen overfor euro om lag ved utgangsløyet samtidig som prisstigningen var om lag på nivå med den stigningen ESB sikter mot. Vi befant oss dermed i den situasjonen som representert ved den midterste ruten i matrisen. I løpet av høsten 1999 og våren 2000 ble det imidlertid stadig klarere at vekstpauzen i norsk økonomi ble kortere enn antatt, og pris- og kostnadsveksten så ut til å ta seg opp. For å bidra til å oppfylle de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i valutakursen over tid, valgte Norges Bank å øke renten. Dette skjedde da kronekursen mot euro hadde styrket seg videre og var sterkere enn utgangsløyet. Det var derfor risiko for at vi ville havne i den situasjonen som er representert ved ruten nederst til høyre i matrisen, altså i motsatt situasjon som vi hadde utsikt til å havne i ved inngangen av 1999. At vi ved det første tilfellet valgte å sette ned renten, til tross for at kronen var svak mot euro, mens vi i det siste tilfellet valgte å øke renten, til tross for at kronen var sterk mot euro, reflekterer symmetrien i vårt reaksjonsmønster.

I denne perioden har utviklingen i eurokursen overfor amerikanske dollar påvirket kronekursen overfor euro uten at dette har vært drevet av forhold i norsk økonomi. Dette er et forhold vi ikke har kunnet vektlegge i den løpende rentesettingen.

Hvis vi ser på toårsperioden under ett, har konsumprisveksten i gjennomsnitt vært om lag 2,7 prosent. En får imidlertid et riktigere bilde av inflasjonsimpulsene når en korrigerer for forhold som bare har en kortvarig virkning på prisstigningen, som endringer i avgifter, strømpris, omlegging av husleieindeksen og endringer i bensinprisene. Den underliggende veksten i konsumprisene har i gjennomsnitt vært om lag 2,3 prosent i denne perioden. Det er likevel relevant å stille spørsmålet om pengepolitikken gjennomgående har vært for ekspansiv. Jeg vil imidlertid vise til at pengepolitikken må vurderes i forhold til det beslutningsgrunnlaget som var tilgjengelig da beslutningene ble fattet. Gitt det beslutningsgrunnlaget vi rådet over i 1999, var det grunn til å tro at det ville bli en vekstpauze i norsk økonomi og at pris- og kostnadsveksten ville falle. I tillegg var det internasjonale finansmarkedet skjørt som følge av de mange finansielle krisene året før. Etter hvert som vi fikk informasjon om økt vekst i Norge og internasjonalt, samtidig som pris- og kostnadsveksten så ut til å bli høyere enn ventet, hevet vi renten. Det kan være at kombinasjonen av rentenedgangen i 1999 og lysere vekstutsikter internasjonalt, blant annet reflektert i en høyere oljepris, hadde en virkning på forventningsdannelsen som vi undervurderte.

I dag ligger kronen om lag i utgangsløyet samtidig som prisveksten er høyere enn det nivået ESB sikter mot. Renten er imidlertid innrettet med sikte på å bringe pris- og kostnadsveksten ned mot dette nivået. Dersom pris- og kostnadsveksten blir liggende for høyt, vil det før eller senere slå ut i en svak og ustabil kronekurs.

Avslutning

I utøvelsen av pengepolitikken har vi to perspektiver. For det første har vi et langsiktig perspektiv der det å bygge tillit og troverdighet er viktig for å sikre den nominelle stabiliteten. For det andre er pengepolitikken basert på en løpende skjønnsutøvelse. Men skjønnsutøvelsen er inngjerdet. Norges Banks mandat og vår tolkning av det setter grenser. I tillegg har vi selv bidratt til å gjerde inn skjønnsutøvelsen ved å være åpen om vårt reaksjonsmønster, våre analyser av den økonomiske utviklingen og vår vurdering av resultatene av den pengepolitikken som har vært ført. Dette bidrar, håper og tror vi, til konsistens over tid og kan gi et viktig bidrag til å bygge opp tillit og troverdighet.

Takk for at dere ville høre på.

Referanser:

Duisenberg, Willem F. (2000): "Making monetary policy in a broad monetary union", *BIS Review* 2000/8.

Eitrheim, Øyvind, Espen Frøyland og Øistein Røisland (1999), "Kan prisen på valutaopsjoner si noe om markedets oppfatning av usikkerhet om kronekursen?", *Penger og Kreditt* 2/1999.

Kloster, Arne (2000): "Beregning og tolking av renteforventninger", *Penger og Kreditt* 1/2000.

Storvik, Kjell (1998): "Aktuelle økonomiske og pengepolitiske problemstillinger", Foredrag av sentralbanksjef Kjell Storvik på FOREX NORWAYs 43. generalforsamling 28. august 1998.

Svensson, Lars E.O. (1997): "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets," *European Economic Review* 41, s.1111-1146.