

Utfordringer i pengepolitikken

Foredrag av visesentralbanksjef Jarle Berge, Økonomisk Forum 1999, Oslo 19. mai 1999

Vi har lagt bak oss et turbulent år. Særlig i penge- og valutamarkedene var 1998 preget av betydelig uro, både internasjonalt og i Norge. Fallende råvarepriser, internasjonal finansiell uro og press på ressursene i norsk økonomi bidro sammen til sviktende tillit til norske kroner. Den økonomiske politikken har vært satt under press, og Norges Bank har måttet treffe viktige valg i utøvelsen av pengepolitikken.

Norges Bank er opptatt av å føre en pengepolitikk som er troverdig og som skaper tillit. Slik tillit tar tid å bygge opp og kan fort rives ned. Hensynet til troverdighet er viktig i de valgene Norges Bank tar i utøvelsen av pengepolitikken.

Pengepolitikken

Mandatet

Hvis en likevel trekker sammenligninger med et fastkurssystem, må "utgangsleiet" sammenlignes med en bredt tegnet sentralkurs, og ikke med et bånd kronekursen til enhver tid skal ligge innenfor. Forskriften åpner også for at kronekursen kan endre seg vesentlig i forhold til utgangsleiet, slik den gjorde i fjor da råvareprisene stupte. I en slik situasjon skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet.

Uttrykket "vesentlige endringer i kursen" er ikke tallmessig bestemt og begrepet må gis et økonomisk innhold. En rimelig tolkning er at en "vesentlig endring" er en endring som påvirker pris- og kostnadsutviklingen på en slik måte at kursendringen blir selvforsterkende.

Også uttrykkene "med sikte på", "etter hvert", "rettes inn mot" og "med utgangspunkt i" viser at Norges Bank er gitt stort rom for å utøve skjønn.

I Revidert Nasjonalbudsjett for 1999 bekrefter Regjeringen at mandatet for Norges Banks utøvelse av pengepolitikken ligger fast. Vår forståelse av mandatet og hvilke forhold vi legger vekt på i skjønnsutøvelsen ligger også fast. La meg få utdype dette noe nærmere:

Skjønnsutøvelsen

I skjønnsutøvelsen legger Norges Bank vekt på de grunnleggende forutsetninger for kursstabilitet over tid. Pris- og kostnadsveksten må bringes ned mot det nivået som eurolandene sikter mot. Samtidig må vi unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstid med deflasjon.

Jeg har registrert at enkelte hevder at Norges Bank med dette har lagt om pengepolitikken. Det er ikke tilfellet. Rentesettingen i fjor høst var helt i tråd med det budskapet som jeg presenterer her i dag. Jeg har ikke endret min oppfatning av pengepolitikkens mål og

muligheter siden i fjor høst. Den konteksten pengepolitikken skal utøves i har imidlertid endret seg siden da. Det er ikke ulogisk at vi øker renten i en situasjon med press i økonomien, og reduserer den når inflasjonsforventningene avtar og vi venter en vekstpause. Kursforskriften er den samme og rommet for skjønn er det samme. Men resultatet av skjønnsutøvelsen blir forskjellig i ulike situasjoner.

Etter krisen i det europeiske valutasamarbeidet i 1992-93 var kronekursen svært stabil i om lag fire år. Det var flere årsaker til dette: Norsk økonomi vokste jevnt uten at det utviklet seg klare ubalanser. Finanspolitikken var vel tilpasset den økonomiske utviklingen. Oljeprisen lå forholdsvis stabilt i området mellom 15 og 20 dollar per fat og det var ingen finansiell uro internasjonalt som fikk betydning for oss.

Mot slutten av 1996 endret dette bildet seg. I løpet av annet halvår økte oljeprisen med over 30 prosent. Overskuddet på driftsbalansen kom opp i mer enn 7 prosent av BNP i 1996, og Statens petroleumsfond ble for første gang tilført midler av betydning. Disse forholdene bidro til appresieringspress mot norske kroner. For å unngå en kraftig styrking reduserte Norges Bank styringsrentene. Imidlertid var norsk økonomi da inne i en utvikling med økende press. Stramheten i arbeidsmarkedet hadde økt over flere år og innstrammingene i finanspolitikken var avtakende. Fram til januar 1997 reduserte Norges Bank rentene med til sammen 11/2 prosentpoeng. Etter dette var foliorenten 31/4 prosent. Likevel styrket kronen seg til nærmere 95 målt mot ECU-indeksen i første kvartal 1997. Norges Bank valgte da å ikke redusere renten mer. Det ville ha forsterket presset i norsk økonomi ytterligere, og dermed svekket grunnlaget for en stabil kurs på lengre sikt.

I 1998 fikk vi på ny press mot kronekursen, men da med motsatt fortegn. Krisen i Asia og senere i Russland førte til betydelig finansiell uro internasjonalt. I tillegg hadde ubalanser bygget seg opp innenlands. Foruten svært høy lønnsvekst fikk vi en kraftig svekkelse av utenriksøkonomien som følge av lavere eksportpriser og høy import. Internasjonal uro, høyere innenlandsk kostnadsnivå og sviktende lønnsomhet i konkurranseutsatte næringer bidro sammen til å skape forventninger om en svakere kronekurs. Kronen svekket seg gradvis mot ECU gjennom første halvdel av 1998. Presset mot kronen økte kraftig i august, da kursen kortvarig svekket seg til 114 mot ECU-indeksen.

Norges Bank økte sine styringsrenter 7 ganger gjennom fjoråret, med til sammen 41/2 prosentpoeng. Etter den siste renteøkningen 25. august var foliorenten 8 prosent og renten på tre måneders plasseringer i pengemarkedet var nærmere 4 prosentpoeng høyere enn i ECU-området.

Den kraftige renteøkningen var ikke på kort sikt tilstrekkelig til å styrke kronen tilbake til utgangsløyet. Norges Bank vurderte det likevel slik at ytterligere renteøkninger ikke ville styrke kronen. Når vi stoppet på 8 prosent var det ut fra en vurdering av hva som ville oppfattes som troverdig innretting av pengepolitikken. Det rentenivået som da var etablert var ikke så høyt at det ville skape et brått omslag i økonomien, med kraftig økende ledighet, men likevel høyt nok til å redusere inflasjonsforventningene.

Svekkelsen av bytteforholdet som følge av fallet i oljeprisen kunne ikke pengepolitikken gjøre noe med. Imidlertid var det en viktig oppgave for pengepolitikken å hindre en egen, innenlandsk inflasjonsspiral som følge av svakere krone og høyere lønnsvekst. Det ville virket

selvforsterkende og kunne ha utløst en ytterligere svekkelse av kronen. Rentenivået som ble etablert i august i fjor var - sammen med de finanspolitiske innstrammingene som kom i budsjettet for 1999 - tilstrekkelig til å redusere inflasjonsforventningene. Renten var dermed satt slik at de fundamentale forholdene som pengepolitikken kan påvirke, lå til rette for en tilbakevending av kronekursen.

Jeg mener historien viser at Norges Bank la vekt på de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronekursen gjennom hele den turbulente perioden fra slutten av 1996 til utgangen av fjoråret. Da kronen var utsatt for et kraftig appresieringspress høsten 1996 og vinteren 1997, satte Norges Bank riktignok ned renten i en situasjon med tiltakende press i økonomien. Men rentenedgangen i januar 1997 var først og fremst ment å kompensere for den kronestyrkingen vi måtte forvente når vi stoppet salgene av kroner. Vi satte ikke renten ned til null. En mer aggressiv rentenedsettelse ville vært ødeleggende for balansen i økonomien, den ville raskt ført til høy inflasjon og sviktende tillit til kronen. En mer aggressiv pengepolitikk ville således ført til inflasjon, og derfor ikke vært et troverdig forsvar for kursstabilitet på lengre sikt.

Tilsvarende hevet Norges Bank renten igjen tidlig i 1998, mens kursen ennå var i den sterke enden av det såkalte utgangsleiet. På dette tidspunktet var det klare tegn til at norsk økonomi var overopphetet. Pris- og kostnadsveksten var tiltakende, særlig som et resultat av høy lønnsvekst. Samtidig falt oljeprisen. Det var tegn til at denne utviklingen ville svekke tilliten til kronen. Vi ble likevel overrasket over styrken i presset mot en svakere krone på ettersommeren. I ettertid kan det reises spørsmål om Norges Bank burde reagert kraftigere våren 1998. Men vi kunne ikke da vite om den uroen som bredte seg i de internasjonale finansmarkedene i løpet av august 1998, og som var sterkt medvirkende til den kraftige kronesvekkelsen som da kom.

Samtidig har også sentralbanker lov til å lære av erfaringene. Både ved uroen vinteren 1997 og høsten i fjor tok Norges Bank i bruk intervensjoner for å stabilisere kronekursen. Selv om disse intervensjonene var begrensede, kan vi i ettertid konstatere at effekten av intervensjoner generelt er nokså liten, annet enn i spesielle situasjoner.

En annen erfaring er at vi i perioder med press hadde visse problemer i forhold til å kommunisere vår politikk til publikum. Norges Bank ønsker å legge betydelig vekt på åpenhet i pengepolitikken, slik at våre handlinger skal bli forstått i ettertid og sees som konsistente med våre analyser og vurderinger. Vi mener at dette over tid vil bidra til tillit og troverdighet for pengepolitikken.

La meg forsøke å utdype vårt syn på bruken av bankens virkemidler.

Norges Bank har to virkemidler - renten og valutaintervensjoner.

Valutaintervensjoner, det være seg både kjøp og salg av valuta, er ikke egnet som middel til å forsvare kronekursen over lengre tid. Ved salg av valuta vil valutareservene til slutt tømmes. Store kjøp av valuta er heller ikke opprettholdbart over lang tid. Da tilføres store mengder kronelikviditet, noe som vil presse rentene i pengemarkedet ned. Likviditeten kan riktignok inndras gjennom utleggelse av statspapirer, men det vil gi staten en stadig økende rentekostnad. I lengden er det ikke en god strategi.

Dersom Norges Bank er tungt inne med intervensjoner, kan det oppstå en spillsituasjon der markedsaktørene oppfatter sentralbankens intervensjoner som en interessant profittmulighet. Markedsaktørene vet at en situasjon der kronkursen holdes utelukkende fordi Norges Bank intervensjoner, ikke kan vedvare. Dette kan friste aktørene til å ta posisjoner mot sentralbanken og dermed forsterke presset mot kroner inntil sentralbanken må gi opp. Under den europeiske valutakrisen i 1992-93 var trolig slike mekanismer virksomme. Norges Bank ønsker ikke å opptre på en måte som kan fremkalle slike spillsituasjoner. Banken vil likevel kunne bruke intervensjoner i begrenset omfang, dersom kursen kommer vesentlig utenfor det vi vurderer som rimelig ut fra fundamentale forhold eller ved store kortsiktige svingninger i tynne markeder. I slike situasjoner må vi anta at risikoen blir liten for å havne i et spill mot aktørene i valutamarkedet.

Norges Banks virkemiddel til å påvirke de fundamentale forholdene er renten. Renteforskjellen mellom norske kroner og andre valutaer påvirker den relative avkastningen ved å plassere i kroner.

I rentesettingen er troverdighet et sentralt stikkord. Hvis renten settes for høyt, kan pengepolitikken bidra til nedgangstider med deflasjon. En slik innretning av politikken er ikke troverdig. Markedsaktørene ville frykte kurstap på kroneplasseringene. Dermed vil de kunne selge kroner og presse kursen nedover, selv om renten er høy.

Hvis renten settes for lavt kan inflasjonsforventningene øke. Da svekkes også tilliten til at den økonomiske politikken vil opprettholde forutsetningene for kursstabilitet. Det ville også virke destabiliserende på kronkursen.

Norges Bank vil sette renten med sikte på å oppfylle de grunnleggende forutsetningen for stabilitet i kronens verdi. Men vi kan ikke se oss blinde på den daglige noteringen av valutakursen.

Norges Bank har ikke virkemidler til å finstyre kursutviklingen fra dag til dag. Forsøk på en slik kortsiktig finstyring av kursen kan dessuten undergrave de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet over tid. Også i framtiden må vi regne med at kronkursen vil variere. Kursen påvirkes av internasjonale finansmarkeder, endringer i oljeprisen, budsjettpolitikken og pris- og kostnadsveksten.

Kravet i forskriften om tilbakevending av kronkursen til utgangsløyet kan - om det blir satt på spissen - ha et element av paripolitikk i seg. I en tenkt situasjon, for eksempel etter et stort og varig fall i oljeprisen, kan kronkursen i lengre tid bli liggende utenfor kursløyet. Dersom Norges Bank da forsøker med høy rente å presse kronen tilbake til kursløyet, vil pengepolitikken kunne skape nedgangstider av en art som vil svekke tilliten til kronen. Tilsvarende kan det etter appresiering oppstå situasjoner der en bevegelse av kursen tilbake mot kursløyet kan innebære at renten må settes så lavt at det skapes inflasjon. Da svekkes imidlertid grunnlaget for kursstabilitet. Norges Bank vil ikke med åpne øyne innrette virkemidlene slik at de skaper inflasjon eller nedgangstider med deflasjon. Dersom det oppstår en situasjon hvor Norges Bank ikke kan få kursen tilbake uten slike konsekvenser, vil banken underrette statsmyndighetene om at det er behov for tiltak av andre enn banken.

Sentralbanklovens paragraf 3 pålegger banken å:

" [--] underrette departementet når det etter bankens oppfatning er behov for tiltak av penge-, kreditt-, og valutapolitisk karakter av andre enn banken."

Med den store betydning innretningen av finanspolitikken har for forutsetningene for en vellykket pengepolitikk, har det vært naturlig for banken også å uttale seg om, og gi råd om finanspolitikken. Mulige "tiltak" som Norges Bank i en gitt situasjon vil tilrå er imidlertid ikke begrenset til finanspolitiske grep. Endringer i kursordning og kursleie er eksempler på tiltak hvor beslutninger vil måtte treffes av andre enn banken.

La meg imidlertid understreke at det jeg har drøftet er hypotetiske situasjoner. Det kursleiet vi nå har, har vi i grove trekk levd med i mer enn et tiår. Norges Bank har ikke holdepunkter gjennom sine analyser for å si at det ikke er det riktige.

Utfordringene framover

Markedsaktørene forventer betydelige reduksjoner i renten i løpet av det nærmeste året. Slike forventninger vil også kunne finne støtte i de analysene av norsk økonomi Norges Bank har lagt fram. I løpet av de nærmeste par årene vil pris- og kostnadsveksten kunne komme ned på det nivået euro-landene sikter mot. Det gir grunnlag for å sette renten ytterligere ned. Men det er fortsatt usikkerhet om avdempingen av presset i den mer skjærmede delen av økonomien. Det må Norges Bank ta hensyn til i rentesettingen.

Det kraftige presset i norsk økonomi har i liten grad slått ut i økende prisstigning. Konsumprisveksten har ligget rundt 2,5 prosent i hele 1998 og inn i 1999. Det er lavere enn de fleste hadde ventet. Det er imidlertid ingenting som tyder på at lønns- og prisdannelsen i Norge har endret seg. Derimot har prisutviklingen for importerte varer bidratt til å holde inflasjonen nede. Krisen i Asia har trolig bidratt til å redusere prisstigningen internasjonalt. I tillegg til lavere priser på asiatiske eksportvarer har krisen bidratt til lavere økonomisk vekst internasjonalt og fallende råvarepriser. Den økningen i inflasjonsdifferansen som Norges Bank ventet, kom. Men den fant sted ved at inflasjonen falt i utlandet, og ikke ved at prisstigningen økte i Norge.

I inflasjonsrapporten som ble publisert i mars, anslo Norges Bank at prisstigningen kommer under 2 prosent neste år. Vi tror at lønnsveksten vil avta gradvis som følge av et mindre stramt arbeidsmarked. Vi venter en vekstpause i bruttonasjonalproduktet for Fastlands-Norge de nærmeste par årene. Deretter vil veksten ta seg opp igjen.

Norges Banks anslag tyder på at omslaget vi har i vente ikke blir like kraftig som på slutten av 1980-tallet. Det må ses i lys av at husholdningene og bedriftene står langt bedre rustet til å møte motgang nå enn den gangen. Husholdningenes finansielle stilling er vesentlig bedre enn på 80-tallet. Bedriftene er også mer solide, og bankene har betydelig større kjernekapital. Prisstigningen og kostnadsveksten var også langt høyere i 1986 og 1987 enn nå. Også nå er det behov for en korreksjon tilbake mot produksjonspotensialet etter flere år med sterk vekst. Men den nødvendige korreksjonen er mindre enn den var i 1986-87.

Utsiktene til reduksjon i prisstigningen ned mot det nivået euro-landene sikter mot og utviklingen i kronekursen har bidratt til at Norges Bank har redusert rentene tre ganger med til sammen 11/2 prosentpoeng hittil i 1999. De første rentereduksjonene ble gjort før

kronekursen var tilbake i utgangsløyet. Igjen var det hensynet til en troverdig innretning av pengepolitikken som ble tillagt vekt i Norges Banks vurderinger. Et vedvarende høyt rentenivå ville forsterket det omslaget vi venter i norsk økonomi. Et unødvendig brått omslag med kraftig økning i arbeidsledigheten ville neppe ha bidratt til å styrke kronkursen. Samtidig tydet våre anslag på at et lavere rentenivå ikke er til hinder for at prisstigningen vil komme ned mot nivået euro-landene sikter mot.

Det kan - ut fra teori - argumenteres for at kronkursen bør være sterkere enn utgangsløyet så lenge differansen mellom norske og europeiske pengemarkedsrenter er så stor som nå. La meg få utdype dette:

På lang sikt bestemmes kronkursen ut fra forholdet mellom innenlandske og utenlandske priser. En situasjon med høyere prisstigning i Norge enn i euro-landene vil føre til at den langsiktige kronkursen blir svakere. I en situasjon med høyt aktivitetsnivå og utsikter til økt prisvekst øker derfor Norges Bank renten for å hindre at inflasjonen i Norge blir høyere enn i euro-området. Da unngår vi at det langsiktige likevektsnivået for kronkursen svekkes. Dersom Norges Bank lykkes vil imidlertid kronkursen styrkes på kort sikt. Årsaken er at forventet avkastning av å sitte med kroner må være den samme som for andre valutaer i likevekt. Høyere rente på norske kroner må da motsvares av forventning om kronesvekkelse i framtiden. Det langsiktige likevektsnivået for kronkursen er det samme som før. Kronen må dermed styrke seg på kort sikt slik at det skapes rom for svekkelse tilbake mot likevektsnivået når presset i økonomien avtar og renten reduseres.

En kronkurs sterkere enn utgangsløyet kan etter disse resonnementene ses som en bekreftelse på at innstramningen har dempet inflasjonsfaren nok til at det langsiktige nivået på kronkursen er forenlig med utgangsløyet.

Det er særlig utviklingen i den mer skjermede delen av norsk økonomi som skaper usikkerhet for sentralbankens rentesetting i tiden framover. Det er stor usikkerhet knyttet til utviklingen i husholdningenes tilpasning. Husholdningenes finansielle stilling er god. Nedgangen i bankenes utlånsrenter og forventninger om ytterligere rentefall kan, sammen med boligprisøkningen, bidra til å redusere husholdningenes sparerate. Det kan gi en mindre avdemping av presset innenlands enn vi har lagt til grunn. I så fall kan det bli vanskelig å bringe kostnadsveksten ytterligere ned mot europeisk nivå de nærmeste årene.

Prisveksten på importerte konsumvarer kan også tilta raskere enn vi har anslått, særlig ved kraftig økning i råvareprisene. Dersom importprisenes dempende bidrag faller bort, kan inflasjonen på noen års sikt bli høyere enn Norges Bank har anslått.

Samspelet med finanspolitikken

Det er store forskjeller mellom Norge og andre industrialiserte land i strukturen i økonomien, organiseringen av beslutningsprosessene i det økonomiske liv 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 konflikter.

Et annet særtrekk ved norsk økonomi er betydningen av oljeinntektene, som kan svinge mye fra år til år. Det er etablert et eget petroleumsfond som buffer mot svingningene i oljeinntektene. Det demper virkningene på kronen av endringer i oljeprisen.

Disse strukturelle og institusjonelle særtrekkene gjør, sammen med en stor offentlig sektor, at vi har en bestemt ansvarsdeling i den økonomiske politikken i Norge.

- Finanspolitikken har hovedansvaret for å sikre en stabil utvikling i samlet etterspørsel. Det innebærer først og fremst å forhindre at det bygges opp ubalanser i arbeidsmarkedet.
- Pengepolitikken kan på lang sikt bare påvirke nominelle størrelser, og har ansvaret for å gi økonomien et nominelt anker. Den må innrettes slik at det skapes tillit til nominell stabilitet og sikrer dermed at forutsetningene for en stabil kronekurs oppfylles.
- Den institusjonelle rammen som er bygget opp rundt inntektsdannelsen bidrar til en felles forståelse av sammenhengen mellom lønnsvekst og sysselsetting. Samarbeidet mellom partene bidrar til å sikre en lønnsutvikling som er forenlig med et høyt nivå på sysselsettingen over tid.

Finanspolitikken har en viktig rolle i konjunkturstyringen.

Uavhengig av hvilket pengepolitisk regime vi har, bør finanspolitikken spille en viktig rolle i konjunkturstyringen. Forskjellen mellom Norge og land med inflasjonsmål er mindre i pengepolitikken enn i finanspolitikken. For det første tilsvarer de offentlige utgiftene i Norge over 40 prosent av BNP. Det tilsier at automatiske stabilisatorer virker effektivt. I en høykonjunktur reduseres statens utgifter automatisk samtidig som skatte- og avgiftsinntektene øker. Det bidrar til å jevne ut konjunktursvingningene.

For det andre er Norge nokså heldig stilt når det gjelder mulighetene til å drive aktiv motkonjunkturpolitikk over offentlige budsjetter. Mens mange land sliter med sine statsfinanser og må konsentrere budsjettpolitikken mot å redusere statsgjelden, har vi større handlefrihet i Norge. Men det må heller ikke i Norge være slik at staten påtar seg langsiktige og permanente finansieringsforpliktelser for å stimulere økonomien i nedgangstider.

Hvis finanspolitikken svikter, vil det få betydning for pengepolitikken.

Mot slutten av den oppgangsperioden vi har bak oss har ikke finanspolitikken maktet å fylle oppgaven som hovedansvarlig for konjunkturstyringen. Særlig i 1996, 1997 og 1998 var ikke finanspolitikken tilstrekkelig stram til å dempe konjunkturoppgangen i norsk økonomi.

Norges Banks første reaksjon når kronen har vært stabil og det er tendens til økende inflasjon, er å varsle statsmyndighetene om at det er behov for at de treffer økonomisk-politiske tiltak for å motvirke inflasjonstendensene. I et regime med inflasjonsstyring, ville sentralbanken selv ha et mandat til å treffe de nødvendige tiltak.

Selv om finanspolitikken skulle svikte, kan ikke Norges Bank med åpne øyne inflatere eller deflatere økonomien. Da vil ikke pengepolitikken være troverdig, og endringer i rente og

valutaintervensjoner får utilsiktede virkninger på valutakursen. Det er ikke rasjonelt å føre en pengepolitikk som kun innrettes etter dagens valutakurs og samtidig er blind for grunnlaget for stabilitet i den samme kursen.

Finanspolitikken og pengepolitikken skal sammen legge forholdene til rette for en stabil økonomisk utvikling som understøtter stabilitet i kronens internasjonale verdi over tid. Da er det viktig at de to delene av den økonomiske politikken er tilpasset hverandre.

Da statsbudsjettet for 1999 ble vedtatt fikk vi en finanspolitikk som i større grad var tilpasset konjunktursituasjonen. Dette reduserte behovet for et høyt rentenivå, selv om kronen på det tidspunkt fortsatt var utenfor utgangsløpet.

I Revidert Nasjonalbudsjett som ble lagt fram mandag i forrige uke er budsjettet noe svekket i forhold til det Stortinget vedtok før jul i fjor. Innstramningen - målt ved den olje-, rente- og aktivitetskorrigerede budsjettindikatoren - er redusert fra 3/4 prosent av BNP for Fastlands-Norge til 1/2 prosent. Dette er ingen dramatisk svekkelse. Imidlertid er det fortsatt er betydelig usikkerhet knyttet til avdempingen av presset i den mer skjermede delen av norsk økonomi. Som nevnt må Norges Bank ta hensyn til denne usikkerheten i rentesettingen.

Oppsummering

Jeg har forsøkt å formidle og forklare de viktigste hensynene Norges Bank legger til grunn i utøvelsen av pengepolitikken. Som en oppsummering vil jeg trekke fram følgende:

Målet for pengepolitikken er stabil valutakurs mot europeiske valutaer. Pengepolitikken må sikte mot å påvirke de fundamentale forutsetningene for stabil kronekurs. Norges Bank kan ikke finstyre kronekursen på kort sikt.

Norsk økonomi er utsatt for store svingninger i bytteforholdet med utlandet. I Norge vil petroleumsfondet være buffer for svingninger i oljeinntektene. Det er viktig at denne mekanismen får fungere slik at svingninger i oljeprisen ikke gir seg utslag på statsbudsjettets utgiftsside. De sterke impulsene konjunkturutviklingen i Norge får fra utlandet gjør likevel at konjunkturstyringen er svært utfordrende. Pengepolitikken kan ikke hindre sjokk fra utlandet, men må innrettes med sikte på å hindre at slike sjokk setter i gang innenlandsk inflasjon eller deflasjon som svekker tilliten til kronen.

Flere land har de senere årene lagt om pengepolitikken til å styre direkte etter et mål om lav inflasjon. Med en passiv finanspolitikk får pengepolitikken da i praksis en større rolle i stabiliseringen av den økonomiske utviklingen.

I Norge har vi en annen institusjonell oppbygning og en annen målformulering i pengepolitikken. Bankens første reaksjon når kronen har vært stabil og det er tendens til økende inflasjon, er å varsle statsmyndighetene om behov for tiltak av andre enn Norges Bank. Det samme ville Norges Bank gjøre dersom det ikke skulle være aktuelt å bringe kronen tilbake til utgangsløpet. I et land med inflasjonsmål ville sentralbanken håndtere dette selv, uten først å henvende seg til statsmyndighetene. Men som nevnt kan heller ikke Norges Bank med åpne øyne inflatere eller deflatere økonomien.

Det mandatet Norges Bank har, gir et grunnlag for å føre en pengepolitikk som gir norsk økonomi et nominelt ankerfeste. Norges Bank vil føre en pengepolitikk som skaper tillit til nominell stabilitet, og samtidig være åpne om våre analyser og vurderinger av den økonomiske utviklingen. Det er det beste bidraget sentralbanken kan gi til balansert vekst i norsk økonomi i årene framover.