

# Om pengepolitikk og kronen

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem, Stord 7. juni 2004

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 26. mai, Inflasjonsrapport 1/04 og på tidligere foredrag.

Pengepolitikkenes viktigste oppgave er å sørge for nominell stabilitet.

På 1970-tallet og 1980-tallet var det store svingninger i norsk økonomi. Den økonomiske utviklingen ble preget av høy og variabel inflasjon. Inflasjonen tiltok gradvis, og det tok lang tid før den kom ned.

De store svingningene hang sammen med at norsk økonomi manglet et nominelt anker. Med lavrentepolitikk og devalueringer festnet 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 den sterke kredittboomen midt på 1980-tallet, og kostnadsløftet avtalt i lønnsoppgjøret våren 1986. Den ble etterfulgt av en dyp lavkonjunktur og stor arbeidsledighet i slutten av 1980-årene.

For å oppnå nominell stabilitet må pengepolitikken gi økonomien et nominelt anker. I løpet av etterkrigstiden har pengepolitikken blitt endret flere ganger. I perioden fra 1972 til 1986 var pengepolitikken i liten grad rettet inn mot å stabilisere prisveksten.

I denne perioden hadde vi høy og variabel inflasjon. Konsumprisene i Norge økte nær dobbelt så mye som i Tyskland. Samtidig ble kronens verdi målt mot tyske mark nesten halvert, noe som bidro til høy importert inflasjon.

Fra midten av 1980-tallet, under og etter kredittboblen og kostnadssjokket, ble det erkjent at den økonomiske politikken måtte legges vesentlig om, og at de problemene inflasjonen skapte måtte tas på alvor. Fra 1986 til 1992 førte vi en fastkurspolitikk. Den faste kursen var da ankeret for inflasjonen i Norge. Forskjellen mellom norsk og tysk inflasjon ble kraftig redusert. Tap av konkurranseevne på grunn av høy lønnsvekst skulle ikke lenger rettes opp ved devalueringer. Det ble lagt vesentlig vekt på betydningen av lønnsdannelsen for sysselsettingsutviklingen. Det var først da lønnsveksten kom ned under nivået hos handelspartnerne at arbeidsledigheten slapp taket, og industrien fikk fremgang. Fastkurspolitikken ble altså ikke etablert for å styrke konkurranseutsatt næringsliv. Den var tvert imot et brudd på en linje hvor pengepolitikk og hyppige devalueringer ble brukt for å beskytte disse sektorene. Fast valutakurs var et avledet mål for å oppnå lav og stabil inflasjon.

Valutakursen holdt seg stabil fram til høsten 1996. Dette skyldes blant annet at lønnsveksten var lav og samlet etterspørsel ikke bidro til press i økonomien. Etter hvert begynte kronen å svinge mer. Erfaringen fra siste halvdel av 1990-årene viste at pengepolitikken ikke kan finstyre valutakursen. Utviklingen i de internasjonale finansmarkedene ga grobunn for større

fluktuasjoner. Og mer grunnleggende - utviklingen i valutakursen ga ikke lenger signaler tilbake til lønnsdannelsen og til budsjettpolitikken når presset i arbeidsmarkedet tiltok og inntektspolitikken sviktet. De høye oljeinntektene, glidningen i budsjettpolitikken og forventninger om økt bruk av oljeinntekter bidro til det. Valutakursen var derfor ikke lenger tilstrekkelig skikket som nominelt anker. Mot slutten av 1990 tallet ble det lagt økt vekt på de grunnleggende forutsetninger for kursstabilitet. Virkemidlene ble rettet inn slik at pris- og kostnadsstigningen kom ned mot det den europeiske sentralbanken (ESB) siktet mot.

## Pengepolitikken

Prisstabilitet, i betydning lav og stabil inflasjon, er i de fleste land målet for pengepolitikken. Historiske erfaringer fra Norge og andre land har vist at fravær av prisstabilitet har ført til ustabil produksjon og sysselsetting.

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

I perioden etter andre verdenskrig fulgte en lang periode hvor prisstabilitet ble forsøkt nådd ved hjelp av ulike mellomliggende mål som fast valutakurs og mål for vekst i pengemengden. Det første eksplisitte inflasjonsmålet ble innført i New Zealand i 1990. Deretter fulgte Canada (1991), Storbritannia (1992), Sverige og Australia (1993) etter. Inflasjonsstyring er nå det normale i små og mellomstore åpne økonomier. Danmark er et viktig unntak. De har helt siden midten av 1980-tallet ført en svært disiplinert finans- og lønnspolitikk. Sammen med ERM II-medlemskapet har det ført til at de har kunnet opprettholde en troverdig og vellykket fastkurspolitikk.

Etter forskrift fastsatt av regjeringen 29. mars 2001 er det operative målet for pengepolitikken nå lav og stabil inflasjon.

I mandatet til Norges Bank heter det:

"Pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, herunder også bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal i samsvar med første ledd rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. [...]"

Det første avsnittet i mandatet fremstår som et formål. Det siste avsnittet sier mer spesifikt hva Norges Bank skal gjøre.

Den første setningen i mandatet omtaler kronens verdi. Stabilitet i kronens nasjonale verdi betyr at inflasjonen skal være lav og stabil. Lav og stabil inflasjon bidrar til økonomisk vekst og stabilitet i finans- og eiendomsmarkedet.

Forskriften sier også at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i kronens internasjonale verdi, herunder bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen.

Med åpen handel med utlandet og frie kapitalbevegelser har vi ikke virkemidler til å finstyre kronkursen. Kronen har styrket seg når aktiviteten i økonomien har vært høy, og det har vært forventninger om høy rentedifferanse mot utlandet. Kronen har svekket seg når aktiviteten og rentedifferansen har avtatt. Samtidig er det en sterk tendens til at kronkursen vender tilbake til et nivå som stabiliserer prisnivået i Norge i forhold til våre handelspartnere, målt i felles valuta<sup>1</sup>.

Pengepolitikken oppgave er å gi økonomien et nominelt anker. Inflasjonsmålet er et slikt anker.

### Gjennomføring av pengepolitikken

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at variasjon i både produksjon og sysselsetting og inflasjon tillegges vekt. Inflasjonen skal være 2½ prosent over tid. Pengepolitikken virker med et tidsetterslep, og banken må se fremover i rentesettingen. I den operative gjennomføringen av pengepolitikken vil vi ha hele forløpet for inflasjonen og realøkonomien fremover med i vurderingene.

Renten vil normalt settes med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent to år fram i tid. Denne horisonten gir som oftest en rimelig avveining mellom på den ene siden å stabilisere inflasjonen og på den andre siden å jevne ut utviklingen i produksjon og sysselsetting. Dersom særskilte forhold skulle tilsa at Norges Bank legger til grunn en annen tidshorisont enn to år, vil banken gjøre rede for det. Det vil den også gjøre dersom utviklingen i finansmarkedene blir tillagt særskilt vekt.

Vi har i hovedsak ett virkemiddel i pengepolitikken, og det er renten. Denne settes med sikte på å oppnå lav og stabil inflasjon. Vi søker samtidig å unngå store variasjoner i produksjon og sysselsetting.

På lang sikt bestemmes produksjonen av tilgangen på arbeidskraft, kapital og teknologi og evnen til å omstille, men på kort og mellomlang sikt kan pengepolitikken også ha realøkonomiske virkninger.

### Fleksibel valutakurs

I en liten åpen økonomi er valutakursen en viktig kanal for pengepolitikken.

Kronen svinger. Det er ikke uventet, for det gjør også andre lands valutaer. Kronkursen er prisen på våre penger målt i utenlandske. Det som skjer i andre land, betyr like mye for kronen som utviklingen i norsk økonomi. Kapitalen flyter fritt. Strømmene kan endre seg raskt. Det kan smitte over på valutakurser og renter og på produksjon og sysselsetting.

Figuren viser den effektive valutakursen for Norge og en rekke andre små land med inflasjonsstyring. Valutakursene svinger om lag like mye for Norge, Sverige og Canada, mens

kronekursen svinger mindre enn kursene for Australia og New Zealand. Kronekursen peker seg derfor ikke ut som spesielt ustabil sammenlignet med andre lands valutaer.

Markedet for kjøp og salg av valuta med levering på et fremtidig tidspunkt - termin- og opsjonsmarkedet for valuta - har vokst de siste årene. Et dypere marked gir lavere handelskostnader, og det er enklere å finne motparter. Dette har gitt bedrifter rikere muligheter til å sikre seg mot kursrisiko. Bruken av instrumenter som reduserer risikoen med flytende valuta, øker også i Norge.

Det koster for næringslivet å sikre seg mot svingninger i kronen. Men en krone som er stabil - men for sterk - gir samfunnsøkonomiske kostnader i form av lav aktivitet. Tilsvarende er en krone som er stabil - men svak - en kime til høy inflasjon.

Inntektene fra petroleumsvirksomheten gir i utgangspunktet en stor, men ujevn, valutainngang til Norge. Valutastrømmene kunne ført til en sterk og svært variabel krone. Men det motvirkes når den årlige bruken av petroleumsinntekter over statsbudsjettet er forutsigbar og uavhengig av de årlige inntektsstrømmene, og resten blir investert ute.

Investeringene Statens petroleumsfond foretar i utenlandske valutaer skaper en kapitalutgang som bidrar både til å holde kronekursen nede og til å stabilisere den.

Norges Bank har ikke satt et bestemt mål for nivået på kronekursen. Utviklingen i kronen har likevel vesentlig betydning når renten blir fastsatt, fordi kursen påvirker inflasjonen og produksjonen. Når det er utsikter til moderat aktivitet i økonomien, lav lønnsvekst og lav inflasjon, vil Norges Bank sette ned renten. Det vil normalt gi en svakere krone. Prisene på importerte varer og tjenester vil øke. Svakere krone styrker konkurranseevnen til norske virksomheter og øker indirekte produksjonen, sysselsettingen og inflasjonen.

Temaene i valutamarkedene skifter. Tidvis slår jakten på aksjegevinster igjennom på kursutviklingen. I perioder med politisk og økonomisk uro, kan investorene velge enkeltvalutaer som trygg havn - ofte sveitsiske franc. Høsten 2002 ble trolig også norske kroner oppfattet som en trygg havn i tillegg til at oljeprisen steg som følge av usikkerheten rundt krigen i Irak.

Siden desember 2002 er renten satt ned med totalt 5¼ prosentenheter. Fram til i fjor sommer svekket kronekursen seg med om lag 13 prosent fra den var på det sterkeste i januar 2003. Utover høsten 2003 var det en tendens til at kronen styrket seg mot euro. Mindre tro i markedet på at rentene ute ville øke, og forventninger om at rentene i Norge kunne øke tidligere enn i andre land, bidro. Samtidig styrket euroen seg i forhold til andre valutaer. Utviklingen i kronen ga en utilsiktet innstramning i pengepolitikken. Men kronen svekket seg igjen i desember etter lave tall for inflasjonen og reduksjonen i renten. Trolig betydde det mye at renten kom ned, slik at det ikke lenger var en rentegevinst på plasseringer i norske kroner.

Valutakursen har igjen styrket seg siden i vinter. Det kan trekkes paralleller til situasjonen mot slutten av 2002. Dagens høye oljepris og forventninger om høy oljepris i lang tid kan ha hatt betydning for kronestyrkingen. Når det er stor usikkerhet om fremtidig utvikling i

oljeprisen, kan det være tendens til at markedsaktører garderer seg ved å plassere penger i norske kroner.

Som tidligere nevnt fungerer Petroleumsfondet som en buffer mot sterke svingninger i kronekursen som følge av oljeinntektene. Økte oljeinntekter vil normalt også føre til økt kapitalutgang fra Petroleumsfondet. Det kan være tendenser til at markedet tidvis undervurderer denne stabiliseringsmekanismen. Dersom oljeprisen resten av året utvikler seg i tråd med nåværende terminpris og de øvrige forutsetninger i Revidert Nasjonalbudsjett 2004 for beregningen av avsetningen til Petroleumsfondet for 2004 blir realisert, vil det bli aktuelt for Norges Bank å gjenoppta kjøp av valuta i markedet til Petroleumsfondet i år. Det vil i så fall komme i tillegg til at overskuddet i SDØE (Statens direkte økonomiske engasjement i oljevirkksomheten) løpende blir overført til fondet for å bli investert ute.

Høyere oljepris gir økte inntekter til oljeselskapene. Internasjonale og norske oljeselskaper som har aktivitet i Norge øker sin kapitalutgang når overskuddene øker. På kort og mellomlang sikt avleirer de akkumulerte overskuddene i petroleumssektoren seg derfor i liten grad som ekstra kapital i Norge.

Utenom oljeinntektene har Norge underskudd på driftsbalansen. De siste månedene har dette underskuddet vært økende, noe som også, isolert sett, kan øke etterspørselen etter valuta i det norske valutamarkedet.

Kronestyrkingen har trolig vært påvirket av temaskifter i de internasjonale valutamarkedene, blant annet som følge av at renteforventningene i USA ble justert opp i april. Videre har forventninger i finansmarkedene om større renteøkning i Norge i 2005 og 2006 enn i andre land trolig bidratt. For en kortere tid kan en selvforsterkende mekanisme ha vært i funksjon etter at kronen begynte å stige i verdi i begynnelsen av mars i år.

Renteutviklingen ute kan få vesentlig betydning for utviklingen i kronen. Utsiktene for inflasjonen i Norge tilsier at vi ikke vil ligge i forkant når rentene i andre land justeres opp. Som nevnt skifter temaene i valutamarkedet. Norges Bank har ikke virkemiddel til å finstyre valutakursen.

Norges Bank vil normalt ikke kjøpe og selge valuta med sikte på å påvirke kronekursen. Valutaintervensjoner, enten det er kjøp eller salg av valuta, er ikke egnet som virkemiddel til å påvirke kronekursen over lengre tid. Vi ønsker ikke å opptre på en måte som kan fremkalle spillsituasjoner med aktørene i valutamarkedet. Hvis det blir intervenert i stedet for å endre renten, kan aktørene i valutamarkedet få tvetydige signaler, og det kan oppstå en spillsituasjon. Intervensjoner kan imidlertid være aktuelt dersom kronekursen kommer vesentlig utenfor det banken vurderer som rimelig ut fra fundamentale forhold, og kursutviklingen samtidig svekker utsiktene til å nå inflasjonsmålet. Det kan også være aktuelt med intervensjoner ved store kortsiktige svingninger i kronekursen når likviditeten i valutamarkedet er sterkt redusert.

Selv om kronen svinger på kort sikt, vil det, når inflasjonen er jevnt lav, være en tendens til at kursen stabiliserer seg over tid. Når inflasjonen i lengre tid har vært høyere enn hos handelspartnerne, har kronekursen hatt en tendens til å svekke seg. Når det er forventninger

til at prisstigningen i Norge utvikler seg som i andre land, vil også valutakursen normalt vende tilbake etter perioder hvor den har vært særlig sterk eller særlig svak.

Fordelen med en fleksibel valutakurs kommer kanskje best til syne når konjunktorene er svake. Skulle kronen ligge fast på en for sterk verdi, vil nominelle lønninger måtte være uendret over lengre tid eller falle for å styrke bedriftene og arbeidsplassene. Det skjer bare når arbeidsledigheten er svært høy. Med fleksibel valutakurs kan konkurranseevnen også styrke seg ved at kronen faller i verdi. Fleksibel valutakurs kan gi mindre svingninger i sysselsettingen og produksjonen.

Empiriske undersøkelser<sup>2</sup> har da også gitt støtte til at industriland med flytende valutakurs har hatt en like god, og gjerne høyere vekst enn land med stabil valutakurs. Men en forutsetning er at det er økonomisk styring, slik at inflasjonen ikke kommer ut av kontroll.

### Den reelle kronekursen

Figuren viser utviklingen i to mål på realkronekursen, henholdsvis relative konsumpriser og relative lønnskostnader mellom Norge og handelspartnerne regnet i felles valuta. Realkursen målt ved relative lønnskostnader i felles valuta er et uttrykk for den kostnadmessige konkurranseevnen for norske bedrifter. Realvalutakursen målt som utviklingen i det relative prisnivået gir et uttrykk for kjøpekraften for norske kroner. Når kurvene i figuren er over null, er kursen sterkere og konkurranseevnen svakere enn gjennomsnittsnivået siden 1970. Realkursen har svingt mye over tid og har avveket betydelig fra gjennomsnittsnivået over lengre perioder. Det har likevel vært en tendens til at realkursen har vendt tilbake til dette nivået. I figuren viser punktet for 2004 realkursen med lønns- og prisanslagene for 2004 fra Inflasjonsrapport 1/2004. Målt ved relative priser er realkursen nå om lag 2 prosent svakere enn gjennomsnittet siden 1970, mens den er nesten 4 prosent sterkere enn historiske gjennomsnittsnivå målt ved relative lønnskostnader.

### Konjunkturutviklingen

Renteforventningene er oppjusterte i flere land.

Veksten i USA har tatt seg opp. Som i andre halvår i fjor, drives veksten i hovedsak av privat konsum og investeringer i næringslivet. Etter en overraskende lang periode med svak utvikling i arbeidsmarkedet har sysselsettingen begynt å øke og er nå høyere enn på samme tid i fjor. De siste månedene har inflasjonen tatt seg opp fra et svært lavt nivå. På bakgrunn av dette er renteforventningene oppjustert, og det er nå ventet at styringsrenten i USA blir satt opp i slutten av juni.

I euroområdet har inflasjonen vært om lag på linje med det målet den europeiske sentralbanken har satt. Det foreløpige estimatet for mai tyder på økende inflasjon, særlig på grunn av høyere oljepris. Kapasitetsutnyttelsen i euroområdet er lav, og arbeidsledigheten holder seg høy. Potensialet for vekst er svakere enn i USA, men BNP-veksten tiltok i første kvartal. Som i USA, er privat konsum en viktig faktor bak veksten. I første kvartal bidro i tillegg økt nettoeksport til vekst i euroområdet. Også i euroområdet er renteforventningene noe oppjustert den siste tiden. Markedet venter nå at ESB setter opp renten rundt årsskiftet.

Renteforventningene ble fram til mars i år stadig nedjustert. Rentene ute har vært uvanlig lave i 2½ år. Det har vært den største utfordringen for vår pengepolitikk. Selv om det nå er forventninger om en noe raskere oppgang, ser det ut til at rentenivået hos våre viktigste handelspartnere vil ligge lavt en stund fremover.

I Norge har veksten i produksjonen tatt seg opp etter en vekstpause. Blant annet har rentesenkningene siden 2002 bidratt til at konjunktorene har snudd, og økonomien har landet mykt. Det private forbruket vokser temmelig sterkt. Etterspørselen fra husholdningene vil trolig være den viktigste drivkraften i norsk økonomi fremover.

Analysene i forrige inflasjonsrapport tyder på at prisveksten vil holde seg lav en tid, men så ta seg opp utover sommeren og høsten. Svekkelsen av kronkursen fra januar i fjor og fram til i vinter gir utsikter til høyere priser på de konsumvarene vi importerer, mens styrkingen i det siste vil virke dempende.

Prisstigningen i Norge i både mars og april var om lag som ventet i inflasjonsrapporten. I april var KPI-JAE 0,2 prosent høyere enn tolv måneder tidligere. Korrigert for enkelte midlertidige forhold var økningen siste tolv måneder på 0,5 prosent<sup>3</sup>. Siste tre måneder var vekstraten 1,1 prosent<sup>4</sup>, regnet som årlig rate. TNS Gallups forventningsundersøkelse tyder på at forventningene til prisveksten på sikt holder seg stabile på om lag 2½ prosent.

Som dere sikkert kjenner til har Norges Bank etablert et regionalt nettverk. I intervjurunden som ble foretatt tidligere i vår rapporterte våre kontakter i region Sør-Vest at oppgangen i økonomien utvides og forsterkes og ikke lenger drives bare av en sterkere etterspørsel fra husholdningene. I tillegg til høy byggevirksomhet og sterk vekst i varehandelen, drives oppgangen nå også av økt eksport og større virksomhet i olje- og gassindustrien. Optimismen synes å vedvare, og markedsutsiktene for neste halvår er lyse for samtlige sektorer, men mest for varehandel, bygg og anlegg. Så langt slår optimismen bare ut i moderat investeringsvilje. Jevnt over holdes investeringene på et normalt, gjennomsnittlig nivå. Unntaket er boliginvesteringer og innen varehandel. I motsetning til tidligere melder flere sektorer om økende sysselsetting. Det gjelder oljetilknyttet industri, varehandel og tjenesteyting mot næringslivet.

Veksten i norsk økonomi er trolig noe sterkere enn anslått i Inflasjonsrapport 1/04, men på den annen side kan kapasitetsutnyttningen ved utgangen av 2003 ha vært noe lavere enn tidligere anslått. Konsumprisene har utviklet seg om lag som anslått i Inflasjonsrapport 1/04.

Siktemålet i pengepolitikken er at prisstigningen skal opp. Med den lave prisstigningen vi har nå er det riktig å være særlig aktpågivende i forhold til utviklingen i konsumprisene. Men konsumprisene kan svinge tilfeldig fra måned til måned. Vi har nå flere månedlige observasjoner med en prisvekst i samsvar med de siste prognosene. Utover i året vil vi ytterligere få bekreftet om konsumprisene tiltar som ventet. Vi legger også vekt på å unngå ubalanser i realøkonomien. Økonomien nærmer seg trolig normal kapasitetsutnyttning. Når inflasjonen etter hvert tar seg opp fra et svært lavt nivå, vil det gi et grunnlag for at vi kan begynne å bevege oss mot et mer normalt kortsiktig rentenivå i Norge. Det vil kunne motvirke at den samlede kreditten vokser for sterkt og at vi får for sterkt press på innenlandske ressurser på mellomlang sikt. Renteutviklingen ute kan få vesentlig betydning

for utviklingen i kronen. Utsiktene for inflasjonen i Norge tilsier at vi ikke vil ligge i forkant når rentene i andre land justeres opp.

Det ble ikke fattet vedtak om å endre renten på Norges Banks hovedstyremøte 26. mai 2004. Norges Banks styringsrente, foliorenten, opprettholdes dermed på 1,75 prosent. Det er Norges Banks vurdering at med en foliorente nå på 1,75 prosent er det mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2½ prosent enn at den blir høyere.

### **Fotnoter**

<sup>1</sup>Se Akram, Farooq Q. (2003): "Reell likevektsvalutakurs for Norge", i Norsk Økonomisk Tidsskrift 118, s. 89-112.

<sup>2</sup> Se Kenneth Rogoff, Aasim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks og Nienke Oomes 2003: "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes" IMF Working Paper, 03/243, Eduardo Levy-Yeyati og Frederico Sturzenegger (2003): "To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth" The American Economic Review, september 2003, side 1173-1193, og Jeannine Bailliu, Robert Lafrance and Jean-Francois Perrault (2003): "Does Exchange Rate Policy Matter for Growth?" International Finance, 6:3, 2003, side 381-414.

<sup>3</sup>Justert for virkningen av rentens direkte virkning på husleiene, endringer i foreldrebetalingen til barnehagene og for spesielle forhold ved avgiftsjusteringer tidlig på året.

<sup>4</sup>Sesongjustert, tremåneders glidende gjennomsnitt omregnet til årlig rate.