

# Fleksibel inflasjonsstyring

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem i Børsgruppen BI 29. mars 2004

*Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 11. mars, Inflasjonsrapport 1/04 og på tidligere foredrag.*

## Mandatet for pengepolitikken

Gjennomføringen av pengepolitikken er i mange land delegert til en sentralbank. I Norge ble ansvaret for rentebeslutningene delegert til Norges Bank i 1986.

Mandatet for gjennomføringen av pengepolitikken er gitt av Finansdepartementet i forskrift av 29. mars 2001.

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.

Inflasjonsmålet er en ramme, ikke et hinder, for at pengepolitikken vil bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Dette formålet kommer også til uttrykk i forskriften for pengepolitikken. Hvis etterspørselen etter varer og tjenester er høy og det er mangel på arbeidskraft, vil det normalt være utsikter til høyere inflasjon. Når renten settes opp reduseres etterspørselen, og inflasjonen holdes nede. Hvis etterspørselen er liten og arbeidsledigheten øker, vil det være utsikter til lavere inflasjon. Da settes renten ned.

Mandatet innebærer at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i sysselsetting og inflasjon tillegges vekt.

Mandatets andre ledd sier mer spesifikt hva Norges Bank skal gjøre.

Det operative målet som Regjeringen har fastsatt for pengepolitikken, er en inflasjon som over tid er nær 2,5 prosent. Målet er symmetrisk - det er like viktig å unngå for lav inflasjon som for høy inflasjon.

Inflasjonsmålet gir aktørene i det økonomiske livet et ankerfeste for forventningene om fremtidig inflasjon. Det påvirker så deres valg om sparing, investeringer, budsjetter og lønn. Historien viser at vi i lengden ikke får lavere arbeidsledighet eller sterkere økonomisk vekst i bytte mot økt inflasjon. Det så vi på 1980-tallet, da veksten var lav og inflasjonen høy. Pengepolitikken oppgave er å gi økonomien et nominelt ankerfeste. Lav og stabil inflasjon er et slikt anker.

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

Økonomien vokser over tid. Produksjonen beveger seg i bølger. Produksjonen vil vekselvis ligge over og under den langsiktige trenden. Avviket mellom trenden og faktisk produksjon kaller vi produksjonsgapet. Å stabilisere utviklingen i produksjonen vil si å søke å holde den faktiske produksjonen nær trenden.

Produksjonsgapet gir et uttrykk for presset mot realressursene i økonomien. Utviklingen i produksjonsgapet gir et utgangspunkt for å vurdere stabiliteten i produksjonen og kan belyse det innenlandske prispresset i økonomien.. En økonomi på høygir gir et positivt produksjonsgap. En økonomi på lavgir gir et negativt gap.

Vi har hatt tydelige konjunkturbølger i norsk økonomi. Lavkonjunktoren på begynnelsen av 1990-tallet ble avløst av en oppgang fra 1993. Denne oppgangen nådde toppen i 1998. Deretter gikk økonomien over fra en oppgangskonjunktur til en høykonjunktur. Veksten stoppet opp vinteren 2002. Nå er det oppgang.

Produksjonsgapet er en av flere indikatorer Norges Bank benytter som samlet sier noe om veksten og aktivitetsnivået i økonomien er høyt eller lavt i forhold til en trendmessig utvikling. Disse indikatorene viser at økonomien har landet mykt etter den lange perioden med sterk kostnadsøkning i Norge og svak aktivitet ute.

Lønnsgapet er en av de indikatorene som brukes i tillegg til produksjonsgapet. Lønnsgapet er en indikator på hvordan partene i arbeidslivet vurderer sysselsettingen og knappheten på arbeidskraft. Lønnsgapet er definert som forskjellen mellom lønnsveksten i Norge og en lønnsvekst som over tid er forenlig med stabil økonomisk utvikling. Fra 1990 til 1995 da ledigheten var relativt høy i Norge og den faktiske produksjonen lå under produksjonspotensialet, var lønnsveksten i Norge lavere enn hos handelspartnerne. Fra 1997 blir lønnsgapet positivt. I denne perioden økte ressursutnyttningen markert. Mot slutten av perioden avtar lønnsgapet i tråd med at ressursutnyttningen nærmer seg et mer opprettholdbart nivå. Det synes å være en nær sammenheng mellom dette lønnsgapet og ressursutnyttelsen i økonomien slik Norges Bank måler den med produksjonsgapet.

Normalt fastsettes renten med sikte på at inflasjonen skal være 2½ prosent to år fram i tid.

Norges Bank har lagt til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt. Pengepolitikken virker dessuten med et tidsetterslep.

Bak valget av horisonten på to år ligger således en avveining mellom variasjonen i inflasjon og variasjonen i produksjon og sysselsetting, samt en oppfatning av hvordan renten påvirker forløpet for disse størrelsene. Dersom særskilte forhold skulle tilsi 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.

Norges Banks virkemiddel er renten. Norges Banks styringsrente (foliorenten) påvirker de kortsiktige pengemarkedsrentene<sup>1</sup>, og forventningene om den fremtidige utviklingen i styringsrenten er avgjørende for bankenes innskudds- og utlånsrenter og renten i obligasjonsmarkedet.

Det kan være hensiktsmessig å skille mellom tre kanaler pengepolitikken virker gjennom:

**Etterspørselskanalen:** Når renten går ned, vil det være en tendens til at forbruket og investeringene i husholdninger og kommuner tar seg opp. Det skyldes at de får mer penger til overs når gjelden er betjent, og at det blir billigere å låne. Bedriftenes økonomi styrkes, og de kan bli mer interessert i å investere. Økt etterspørsel fører til større produksjon og sysselsetting. Lønnsveksten kan ta seg opp. Sammen med økte marginer i bedriftene vil det gi sterkere prisvekst.

**Valutakurskanalen:** Effekten av renteendringer kan forsterkes fordi renten også påvirker kronkursen. Med lavere renter vil flere låne og færre plassere i norske kroner. Normalt vil derfor en lavere rente føre til en svakere krone. Importerte varer blir da dyrere, og inflasjonen tiltar. I tillegg fører en svakere krone til økt eksport og bedre lønnsomhet i norsk næringsliv. Virkningen av renten på kronkursen vil variere med skiftende temaer og stemninger i valutamarkedet.

**Forventningskanalen:** Vi tror forventninger spiller en viktig rolle når priser og lønninger settes. Og ikke minst i valutamarkedet har forventningene om framtidig prisvekst og stabilitet i økonomien vesentlig betydning. Forventninger om prisveksten framover påvirker også lønnskravene og virker inn når bedriftene justerer prisene. Det kan være vanskelig å danne seg en oppfatning av hvordan forventningene blir til. Tillit til inflasjonsmålet kan gi et ankerfeste. Også den inflasjonen vi har bak oss, kan prege hva vi tror om framtidig inflasjon. Det gir en vekselvirkning mellom inflasjonsforventningene og inflasjonen.

Er det tillit til pengepolitikken, vil forventet prisvekst være lik eller nær inflasjonsmålet. Dette bidrar til å stabilisere inflasjonen rundt målet. Forventningskanalen bidrar således til å forsterke virkningene av pengepolitikken. Derfor legger vi stor vekt på at husholdninger, bedrifter, partene i arbeidslivet og de som handler i finansielle markeder, skal ha tillit til at inflasjonen blir lav og stabil.

Virkningen av en renteendring på inflasjonen kommer med et tidsetterslep. Effekten vil variere i styrke. Et mest mulig oppdatert og korrekt bilde av nåsituasjonen er nødvendig for å lage gode prognoser for tiden som kommer.

Høsten 2002 etablerte Norges Bank et regionalt nettverk som et hjelpemiddel for å ta pulsen på aktiviteten i norsk økonomi. Offentlig statistikk og vurderinger av utviklingen i finansielle markeder vil fortsatt være hovedgrunnlaget for våre vurderinger, men tidsetterslep og revisjoner av slik statistikk gjør det nyttig å supplere med annen informasjon.

Det regionale nettverket gir oss oppdatert informasjon om tilstanden i norsk økonomi. Regelmessige samtaler med lokale kontakter fra norsk nærings- og samfunnsliv gir informasjon som supplerer tilgjengelig offentlig statistikk. Dessuten får vi utfyllende

kunnskap på områder som ikke dekkes av offentlige statistikkilder. Vi får i tillegg kjennskap til temaer bedriftene er spesielt opptatt av.

Nettverket består av bedrifter, organisasjoner og kommuner i hele landet. Gjennom fem runder i året vil vi ha samtaler med ledere fra nærings- og samfunnslivet om den økonomiske utviklingen i deres bedrifter og næringer, til sammen rundt 250 besøk i hver runde. Utvalget representerer produksjonssiden i økonomien både næringsmessig og geografisk. Antallet kontakter tilknyttet nettverket er rundt 1000 personer.

Kronekursen er en viktig kanal for pengepolitikken.

Kronen svinger. Det er ikke uventet, for det gjør også andre lands valutaer. Kronekursen 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.

Det er et strukturelt trekk ved åpne økonomier som den norske - med egen valuta - at valutakursen svinger. Kronen peker seg ikke ut som spesielt ustabil. Tvert i mot, i land som Sverige, Storbritannia, Sveits, Australia, Canada og New Zealand svinger kursen like mye - eller mer - enn i Norge.

Det koster for næringslivet å sikre seg mot svingninger i kronen. Men en krone som er stabil - men for sterk - gir 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. Kapitalutgangen via Statens petroleumsfond 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. Store svingninger mellom hovedvalutaene har en tendens til å føre til svakere krone. De siste 12-18 månedene ser det ut til at utviklingen i forskjellen mellom norske og internasjonale renter har hatt en særlig stor betydning for vår valuta. Norske renter ble trukket ned mot nivået ute.

Selv om kronen svinger på kort sikt, vil det, når inflasjonen er jevnt lav, være en tendens til at den 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. Det gir et grunnlag for stabile kursforventninger.

### Pengepolitikk og finansiell stabilitet

Boligprisene og utviklingen i kreditt til husholdningene påvirker forbruk og boliginvesteringer. Disse indirekte virkningene søker vi å ta hensyn til når vi setter nivået på renten. Kraftig vekst i formuespriser og oppbygging av gjeld kan være en risiko for den økonomiske stabiliteten. For å dempe denne risikoen vil det i enkelte situasjoner være riktig å bruke noe lengre tid enn den normale tidshorizonten på to år for å nå inflasjonsmålet.

Husholdningenes gjeld har økt kraftig det siste tiåret. Utviklingen i gjelden gjennom 1990-tallet kan vi trolig delvis tolke som en forsinket tilpasning til dereguleringen av bolig- og kredittmarkedene på 1980-tallet, etter at mange husholdninger brente seg like etter oppmykningen. Gjeld og fordringer og boligformue har vokst klart sterkere enn disponibel inntekt, og boligformuen har vokst mer enn nettogjeld fra 1994 og fram til i dag. Norsk økonomi har vært gjennom både oppgang og nedgang siden 1994, og aktiviteten er nå om lag på linje med nivået i 1994. Derfor må vi kalle endringene strukturendringer.

Vi har begrenset mulighet til å bremse de strukturelle endringene som skjer når husholdningene øker sin gjeld over flere år for å investere i boliger og andre eiendommer og aktiva. En rente som er tilstrekkelig til effektivt å bremse denne tilpasningen, ville samtidig hatt uheldige virkninger på produksjonen og sysselsettingen.

Renten kan brukes for å redusere etterspørselen etter lån. I dag - med lave renter ute og nær sammenheng mellom vår rente og kronen - ville en strammere pengepolitikk dempe etterspørselen etter lån først og fremst fordi arbeidsplassene ville bli mer usikre.

Med fleksibel inflasjonsstyring reduseres muligheten for at husholdningene utsettes for et dobbelt sjokk i form av økt arbeidsledighet og økt rente, slik de ble på begynnelsen av 1990-tallet. Blir økonomien utsatt for forstyrrelser som kan gi økt arbeidsledighet, vil prisstigningen normalt avta, og renten vil bli satt ned. I den aktuelle situasjonen gir utviklingen i kreditten tvetydige signaler til vår rentesetting.

Nå er det bare husholdningene som har en sterk gjeldsvekst. Foretakene låner lite. Samlet kredittvekst er på linje med den langsiktige veksten i økonomien. Likevel er det en risiko for at samlet kreditt på mellomlang sikt kan vokse markert.

### Hvorfor er inflasjonen så lav?

Konjunkturutviklingen og hendelser ute har fått vesentlig betydning for utviklingen i norsk økonomi.

Oppgangen internasjonalt stoppet i 2000. Boblene i aksjemarkedene brast. Det ble overkapasitet i enkelte næringer etter mange år med høye investeringer, og arbeidsledigheten steg. Terroraksjonene 11. september 2001 la en ny demper på den økonomiske aktiviteten. Fra sommeren 2002 til våren 2003 la en helt uvanlig opphopning av negative begivenheter i verdenssamfunnet, med regnskapsskandaler, frykt for terror, krig og sykdommer, en brems på veksten.

Renten i USA, som ble kraftig redusert da nedgangen startet, er siden satt ytterligere ned. Også i euroområdet er renten blitt værende lav. Styringsrentene er nå på historisk sett svært lave nivåer hos flere av våre viktigste handelspartnere. Også lange renter er svært lave.

I norsk økonomi var konjunkturutviklingen lenge sterkere, og lønnsveksten ble overraskende høy i 2002. Rommet for lave renter var mindre enn hos våre handelspartnere. Rentedifferansen mot utlandet ble derfor høy. Dette fikk store konsekvenser for utviklingen i kronekursen.

Særskilte forhold i internasjonal økonomi førte dessuten til en sterkere krone enn en i utgangspunktet ville vente ut fra høyere rentedifferanse alene. Temaene i valutamarkedene skifter. Høsten 2002 ble trolig norske kroner oppfattet som en trygg havn. Norske renter ble trukket ned mot nivået ute.

I fjor ble rentedifferansen redusert som følge av lettelse i pengepolitikken. Renten er satt ned med 5 ¼ prosentenheter og er nå om lag som hos våre handelspartnere. Kronekursen har svekket seg med om lag 6 prosent det siste året, og målt ved den importveide indeksen I-44 er kronekursen nå på om lag samme nivå som i mars 2002. Dette er om lag på snittet gjennom 1990-tallet. De siste to ukene har kursen igjen styrket seg noe.

Med et fleksibelt inflasjonsmål skal pengepolitikken bidra til stabilitet både i inflasjon og i produksjon. Produksjonsgapet var bare svakt negativt i 2003. Andre indikatorer for realøkonomien gir et tilsvarende bilde. Økonomien har landet mykt, men inflasjonen er blitt for lav.

I februar var inflasjonen -0,1 prosent. Foruten enkelte midlertidige og tekniske forhold som har summert seg til 3-4 tideler, er det særlig tre forhold som har bidratt til å forklare det betydelige avviket fra inflasjonsmålet:

- For det første fikk svikt i konjunktorene ute vesentlig betydning for hvordan vår rentesetting virket, blant annet via valutakursen. Den sterke kronen bidro til lave prisimpulser. Valutakursvekkelsen siden januar i fjor har ikke gitt vesentlig oppgang i prisene på importerte konsumvarer, slik vi kunne vente.
- For det andre har lav inflasjon ute og raske endringer i den internasjonale arbeidsdelingen ført til at prisene på importerte varer og tjenester har falt. Dette gjelder også når de måles ved prisene norske importører betaler i utenlandsk valuta. Endringen i handelsmønsteret bidrar særlig til at prisene på klær, sko og lyd- og bildeutstyr har falt kraftig. For lyd- og bildeutstyr bidrar også rask teknologisk fremgang til fallet i prisene.
- For det tredje har trolig konkurransen i varehandel og annen tjenesteyting i Norge blitt skjerpet de senere årene.

Økt konkurranse rammer i første omgang fortjenestemarginene i bedriftene. Men virksomhetene vil svare med å redusere kostnadene. Det vil dels skje i egen virksomhet. I tillegg blir det stilt krav om lavere priser og om å effektivisere også hos underleverandører.

Skjerpet konkurranse utløser derfor normalt økt vekst i produktiviteten i økonomien. Den lave prisstigningen kan derfor dels ha sitt motstykke i et løft i produktiviteten.

### Hvorfor er det en fordel at inflasjonen er høyere enn null?

Inflasjonen har kommet ned i en rekke land. Men, det er av flere grunner en fordel at inflasjonen er høyere enn null.

- Strukturen i økonomien er i utvikling. Etterspørselen etter arbeidskraft med ulike kvalifikasjoner endrer seg. Det krever endringer i relative lønninger. Det er stivheter i den nominelle lønnsutviklingen. Det skal mye til for at nominelle lønninger faller. Med en viss prisvekst kan relative lønninger endres uten at noen nominelle lønninger faller. Det kan også være stivheter i prisingen av varer og tjenester. Derfor vil litt inflasjon smøre det økonomiske maskineriet.
- I perioder vil inflasjonen og den økonomiske veksten være lav. Da vil det være riktig med lave, eller til og med negative realrenter. Nominelle renter kan ikke settes lavere enn til null. Festner prisstigningen seg på et lavt nivå eller nær null, vil renten være mindre slagkraftig som virkemiddel.
- Det er ulike måter å måle inflasjonen på. Det er en tendens til at konsumprisindeksen overdriver den faktiske prisstigningen. Den viktigste kilden til målefeil er trolig at det er krevende å skille mellom endringer i kvalitet og pris på varer. I andre land har de funnet at konsumprisindeksen overvurderer den faktiske inflasjonen i størrelse  $\frac{1}{2}$  - 1 prosent.

### De økonomiske utsiktene

Det er klare tegn til at bunnen i internasjonal økonomi er passert. Men samtidig som det er lysere utsikter, stiger prisene fortsatt lite, og rentene holdes uvanlig lave. Den økonomiske veksten er nå høy igjen i USA. Men det er fortsatt ledig produksjonskapasitet og svært lav inflasjon. De mest omfattende nedbemanningene i bedriftene er kanskje omme, men de nyansetter ikke. Det kan ta tid før renten i USA settes vesentlig opp. Det er god vekst i Asia, men landene der vil neppe lede an i en renteoppgang.

I euroområdet er inflasjonen høyere enn i USA og om lag linje med det målet den europeiske sentralbanken har satt. Men her er kapasitetsutnyttelsen svært lav og arbeidsledigheten høy, og utsiktene for vekst er svakere. I det siste har inflasjonen avtatt litt. Derfor vil det trolig også ta tid før renten øker vesentlig i euroområdet. Rentene ute har vært uvanlig lave i 2½ år, og det ser ut til å ville vare ved enda en tid. Det skaper en utfordring for norsk pengepolitikk.

I Norge har veksten i produksjonen tatt seg opp etter en vekstpause. Renten er et slagkraftig instrument. Rentesenkningene siden 2002 har bidratt til at konjunktorene har snudd, og økonomien har landet mykt.

Lettelsene i pengepolitikken har vært gjennomført med sikte på å bringe inflasjonen opp mot målet innenfor horisonten på 2 år. I en periode fremover vil den underliggende prisveksten likevel være lavere enn inflasjonsmålet.

I inflasjonsrapporten som ble lagt fram den 11. mars 2004, ble utsiktene for inflasjonen vurdert. Med en forutsetning om at renten og valutakursen utvikler seg som forventet i terminmarkedet tyder anslagene i inflasjonsrapporten på at prisstigningen kommer nær inflasjonsmålet innen to år. Inflasjonen vil ta seg vesentlig opp i løpet av dette året. På kort sikt vil virkningen særlig komme ved at effekten av appresieringen gradvis tømmes ut. Kronen har nå vendt tilbake, slik at virkningen av appresieringen blir reversert. På noe lengre sikt vil rentereduksjonene også bidra gjennom sterkere etterspørsel i Norge. Samlet sett har lettelsene i pengepolitikken i 2003, herunder svekkelsen av kronekursen, gitt vesentlig bidrag til å bringe inflasjonen tilbake til målet.

Vi anslår at veksten i BNP for Fastlands-Norge vil ta seg markert opp i år og holde seg forholdsvis høy i 2005 og 2006. Denne utviklingen i samlet produksjon vil føre til at produksjonsgapet, slik vi nå anslår det, blir svakt positivt i 2005 og 2006 etter å ha vært svakt negativt i år.

En utvikling i samsvar med anslagene i Inflasjonsrapport 1/04 gir en rimelig avveining mellom utsiktene for å nå inflasjonsmålet og en stabil utvikling i realøkonomien.

Siktemålet i pengepolitikken er at prisstigningen skal opp. Det er riktig å være særlig aktpågivende i forhold til utviklingen i konsumprisene, men konsumprisene kan svinge tilfeldig fra måned til måned. Utover i året vil vi få bekreftet om konsumprisene tiltar som ventet. 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 også få vesentlig betydning for utviklingen i kronen og dermed for de norske rentene.

I sitt møte 11. mars vedtok Hovedstyret å redusere renten med 0,25 prosentenheter. Hovedstyret hadde da avveid på den ene siden hensynet til å bringe inflasjonen tilbake til målet og stabilisere inflasjonsforventningene og på den andre siden risikoen for at veksten i produksjonen etter hvert kan bli for sterk. Det var videre hovedstyrets 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>Gjennom bruk av markedsoperasjoner sørger Norges Bank for at banksystemet som helhet ved slutten av hver dag har folioinnskudd i Norges Bank. Foliorenten blir dermed bankenes marginale innskuddsrente, og de kortsiktige rentene i pengemarkedet vil normalt ligge i nærheten av foliorenten. Norges Banks system for å styre renten er beskrevet Kran, L., C. og G. Øwre (2001) Penger og Kreditt nr. 1/01, Norges Bank.