

Pengepolitiske erfaringer og utfordringer for sentralbanken

Visesentralbanksjef Jarle Bergo, Gausdal 27. januar 2000

Pengepolitikken har som hovedoppgave å levere nominell stabilitet. I Norge har vi valgt å knytte målformuleringen til stabilitet i kronekursen. For en liten, åpen økonomi er valutakursen viktig for prisutviklingen. Moderat pris- og kostnadsvekst vil samtidig være en forutsetning for stabil valutakursutvikling over tid. Med dette som utgangspunkt, vil jeg benytte anledningen her til å snakke både om erfaringene, men først og fremst om utfordringene sentralbanken vil kunne møte i tiden fremover.

Erfaringer

Til å forfølge målet om nominell stabilitet har sentralbanker tradisjonelt brukt kortsiktige renter og intervensjoner i valutamarkedet som virkemidler. Tidvis har også sentralbanker forsøkt å snakke markedet til rette. Dette er ikke lenger noe fremtredende element, om det noen gang har vært det. Derimot er det blitt lagt økt vekt på at effekten av de øvrige virkemidlene kan bli bedre gjennom åpenhet om mål, analyser og skjønnsutøvelse. Det er også tilfelle i Norge.

Vi har over de senere år gjort viktige erfaringer med omfattende og vedvarende kjøp og salg i valutamarkedet for å påvirke valutakursen. Disse erfaringene er gjennomgående dårlige, både under den senere fase av fastkursperioden og under vårt nåværende regime.

Dersom sentralbanken er tungt inne med støttekjøp, har det lett for å oppstå en spillsituasjon der markedsaktørene oppfatter sentralbankens intervensjoner som en interessant profittmulighet. Markedsaktørene vet at en situasjon der kronekursen holdes oppe bare fordi Norges Bank kjøper opp kroner, ikke kan vedvare. Da er det fristende å ta posisjoner i valutamarkedet mot sentralbanken. Dette innebærer at omfattende og vedvarende intervensjoner over tid kan forsterke presset mot kronen, slik at volumet av nødvendige støttekjøp stadig øker. Det fremste eksemplet på en slik spillsituasjon var etter at Sverige hadde latt sin krone flyte i 19. november 1992. I løpet av seks handletimer over to dager gikk det mer enn 50 milliarder kroner i valuta ut fra Norges Banks reserver. Tilsvarende erfaringer våren 1997 og høsten 1998 kan tyde på at valutaintervensjoner bare kan demme opp for press mot kronekursen i en kort periode. Selv våre store valutareserver blir forsvinnende små i forhold til omsetningen i det globale valutamarked.

Store valutakjøp er heller ikke opprettholdbare. Da tilføres store mengder kronelikviditet, og rentene i pengemarkedet presses ned. Likviditeten kan i prinsippet inndras ved å legge ut statspapirer med kort løpetid, men det gir samtidig staten økte rentekostnader. Det kan også stilles spørsmål ved hvor effektiv en slik likviditetsbinding vil være. Sett fra den enkelte banks synspunkt vil en økt beholdning av kortsiktige statspapirer kunne bli vurdert som høyst likvid, og vil dermed kunne danne grunnlag for en mer offensiv utlånsstrategi.

Også hvis aktørene legger til grunn at Norges Bank vil bruke renten til å forsvare bestemte nivåer på kronkursen, kan det åpne for en spillsituasjon. En kraftig renteøkning for å forsvare kursen vil over tid føre til nedgangstid med deflasjon. Markedet kan derfor forsøke å teste ut hvor høyt Norges Bank er villig til å sette renten. Høsten 1998 ble spekulasjon mot kronen kombinert med spekulasjon om at norske renter ville øke når kronen svekket seg. Dersom Norges Bank ikke hadde avsluttet "spillet" ved å stoppe intervensjonene og renteøkningene, kunne økonomien kommet inn i en negativ spiral.

Norges Bank ønsker ikke å opptre på en måte som kan fremkalle slike spillsituasjoner. Vi kan heller ikke vente at andre sentralbanker vil komme oss til unnsetning. 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 kan risikoen for å havne i et tapsbringende spill mot aktørene i valutamarkedet være mindre.

I lys av de erfaringene vi har med bruk av intervensjoner, er det renten som er sentralbankens viktigste virkemiddel i pengepolitikken. Når intervensjoner vanskelig kan brukes, er det åpenbart at sentralbanken ikke kan finstyre kronkursen. Renten er ikke et virkemiddel som kan brukes for å styre valutakursen fra dag til dag, uke til uke eller måned til måned.

Vårt pengepolitiske regime er unikt og gir sentralbanken betydelig rom for skjønnsutøvelse. Jeg kan forstå at det ikke er umiddelbart enkelt å forstå verken for allmennhet eller markedsdeltakere.

For å virke godt har vi følt at det er nødvendig for Norges Bank å være åpen med hensyn til hvordan vi tolker mandatet og utøver skjønnet. Det har vi forsøkt etter beste evne gjennom fjoråret. Det er mitt inntrykk at budskapet gjennomgående er oppfattet og forstått, men jeg vil likevel gjerne benytte anledningen til å rekapitulere hovedtrekkene. En grundigere gjennomgang av dette ble gitt i det såkalte "Budsjettbrevet" sist høst.

I valutaforskriftens §2 heter det:

"Norges Banks løpende utøvelse av 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 utgangsleiet. Det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervensjonere i valutamarkedet." (Norges Banks uthevinger)

La meg kort gå gjennom vår forståelse av denne paragrafen. Forskriften bygger på at vi har flytende valutakurs. Men virkemidlene skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi overfor *europeiske valutaer*. "Europeiske valutaer" har Norges Bank valgt å definere som euro fra 1. januar 1999.

Den siste setningen i forskriften presiserer at vårt system ikke er et tradisjonelt fastkursystem. Det er ikke fastsatt en sentralkurs innenfor bestemte svingningsmarginer. I den utstrekning opplegget gir assosiasjoner i retning av et fastkursregime, bør begrepet

utgangsleiet forstås som en bredt tegnet sentralkurs som kronen kan svinge rundt uten fastlagte yttergrenser.

Den andre setningen omtaler *vesentlige endringer* i kursen i forhold til utgangsleiet. *Vesentlige* må gis et økonomisk innhold. En rimelig tolkning er at en "vesentlig endring" er en endring som påvirker forventningene om pris- og kostnadsutviklingen slik 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.

Kravet i forskriften om tilbakevending av kronekursen til utgangsleiet kan - om det blir satt på spissen - ha et for sterkt element av paripolitikk i seg. I en tenkt situasjon, for eksempel etter et stort og varig fall i oljeprisen, kan kronekursen i lengre tid bli liggende utenfor kursleiet. Dersom Norges Bank da forsøker med høy rente å presse kronen tilbake til kursleiet, vil pengepolitikken kunne skape nedgangstider av en art som vil svekke tilliten til kronen. Tilsvarende kan det etter appresiering oppstå situasjoner der renten må settes så lavt for bringe kronekursen tilbake til utgangsleiet at det skapes inflasjon. Da svekkes imidlertid grunnlaget for kursstabilitet. Norges Bank kan derfor ikke med åpne øyne innrette virkemidlene slik at de skaper inflasjon eller nedgangstid 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. Det kan da være tale om finanspolitiske tiltak som gjør det mulig å bringe kronekursen tilbake mot utgangsleiet og stabilisere den. Dersom det har skjedd fundamentale endringer i rammevilkårene for norsk økonomi, kan det derimot være riktig å vurdere endringer i retningslinjene for pengepolitikken.

I utøvelsen av pengepolitikken fokuserer Norges Bank på de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronekursen. For å oppnå kursstabilitet mot euro, må virkemidlene rettes inn slik at pris- og kostnadsstigningen kommer ned mot den stigningen Den europeiske sentralbanken (ESB) sikter mot. Samtidig må vi unngå at pengepolitikken i seg selv bidrar til nedgangstid med deflasjon, fordi det kan svekke tilliten til kronen.

Ser vi på det året som er gått, har stabiliteten i kronekursen vært stor, ikke minst i lys av de store bevegelser vi har sett i kursforholdet mellom hovedvalutaene og i oljeprisen.

Ved inngangen til 1999 var kronekursen fortsatt relativt svak i forhold til utgangsleiet. Da euroen ble introdusert måtte vi betale 8,88 kroner for den. Gjennom 1999 svekket imidlertid euroen seg relativt betydelig i forhold til de andre hovedvalutaene. Også kronen har svekket seg i forhold til amerikanske dollar og japanske yen i løpet av det siste året, men styrket seg mot euro. Sett i forhold til et gjennomsnitt av våre handelspartnerne, har kronekursen vært svært stabil.

Utfordringer

Tilliten til pengepolitikken er skjør og sårbar. Det tar tid å bygge opp tillit og det skal lite til for å ødelegge den. Svikter tilliten, vil det kreve mye å vinne den tilbake. Vi husker alle prisen

vi måtte betale for å komme ut av devalueringssyndromet i siste halvdel av 1980-tallet. Det største utfordringen fremover ligger derfor på mange måter i å bygge opp om og forsterke den tillit vi allerede har opparbeidet oss.

Forutsetninger for å lykkes

La meg først komme inn på noen nødvendige betingelser som må være oppfylt dersom vi skal lykkes i å oppnå nominell stabilitet.

For det første er viktig at de ulike politikkelementene drar sammen for å oppnå de overordnede målene. I Norge har finanspolitikken hatt en viktig rolle i stabiliseringspolitikken. Det har sammenheng med at solide statsfinanser gir handlefrihet. I andre land har tyngende statsgjeld ført til at finanspolitikken ikke lengre kan brukes særlig aktivt for stabiliseringsformål, i alle fall ikke i nedgangstider.

Gjennom inntektsoppgjørene har partene i arbeidslivet mulighet til å påvirke det samlede nivået på sysselsettingen over tid. Sammenliknet med andre land, har Norge gjennomgående hatt et lavt ledighetsnivå og en høy andel av befolkningen i arbeid de siste tjuefem årene. Mange land som har vært gjennom lange og dype lavkonjunkturer, har opplevd en betydelig og langvarig økning i arbeidsledigheten. Et viktig trekk ved lønnsdannelsen i Norge har vært at konkurransevilkårene i næringslivet er blitt tillagt betydelig vekt i lønnsforhandlingene. Dette gjelder også for lønningene i sektorer som ikke er særlig utsatt for konkurranse fra utlandet. Viljen til å ta langsiktige hensyn har bidratt til å stabilisere rammebetingelsene i konkurranseutsatt sektor og til å holde sysselsettingen på et høyt nivå. Det viktigste bidraget det inntektspolitiske samarbeidet kan gi, er å fortsette å legge forholdene til rette for at den strukturelle ledigheten i Norge forblir lav og sysselsettingen høy.

På kort sikt kan finanspolitikken påvirke utviklingen i produksjonen og sysselsettingen. I et lengre perspektiv har utformingen av finanspolitikken, herunder skattesystemet, offentlige investeringer og utgifter til for eksempel forskning og utdanning, stor betydning for vekstpotensialet i økonomien. I tillegg vil den vekst i offentlig utgifter som myndighetene legger opp til, påvirke *fordelingen* av arbeidskraft og kapital mellom ulike sektorer i økonomien. Med mindre det er ledige reserver av arbeidskraft eller kapital, vil økt ressursbruk i offentlig sektor legge beslag på produksjonsfaktorer som alternativt kunne benyttes i privat sektor.

Over tid kan utviklingen i prisnivået påvirkes gjennom pengepolitikken. Sysselsettingen kan påvirkes gjennom lønnsdannelsen. Fordelingen av ressursene mellom skjermet sektor og det konkurranseutsatte næringslivet kan påvirkes gjennom finanspolitikken. Størrelsen på konkurranseutsatt sektor bestemmes over tid i en kamp om realressursene mellom det offentlige og næringslivet.

Det er viktig at en har med seg disse vurderingene av hva de ulike politikkelementer på lang sikt kan påvirke, også når en formulerer de operative mål for politikken på mer kort sikt.

Det synes å være nokså stor enighet om den langsiktige rolledelingen og den gjensidige avhengigheten i den økonomiske politikken. Da finansministeren redegjorde for Finanskomiteen 4. november i fjor, sa han blant annet:

"Jeg vil avslutningsvis understreke at det etter min oppfatning ikke er noen motsetning mellom Norges Bank og Regjeringen når det gjelder tolkningen av de pengepolitiske retningslinjene eller når det gjelder arbeidsdelingen i den økonomiske politikken. I en drøfting av arbeidsdelingen er det helt sentralt å ta med i betraktningen den gjensidige avhengigheten og det nære samspillet mellom de ulike politikkelementene. Det er ikke, og kan ikke være vanntette skott mellom de ulike delene av den økonomiske politikken. En vellykket gjennomføring av pengepolitikken er derfor avhengig av at finans- og inntektspolitikken ikke kommer ut av kurs."

Dette er jeg enig i. Jeg sa at vårt pengepolitiske regime er unikt, men det som virkelig skiller oss fra andre land vi ellers gjerne sammenligner oss med, er oljen.

Det er grunn til å gi det politiske system honnør for de mekanismer som er bygget opp gjennom petroleumsfondsordningen for å få en forsvarlig håndtering av oljeinntektene, og, enda mer, for at disse mekanismene har fått lov til å virke etter forutsetningene. Ikke at vi ikke bruker oljeinntekten innenlands, men vi har iallfall for tiden greid å begrense dette til hva økonomien med rimelighet kan tåle.

Det vil være viktig, også for pengepolitikken, at Petroleumsfondet fungerer etter hensikten. Fondet spiller en vesentlig rolle for å stabilisere den økonomiske utviklingen. Ved at valutainntektene fra petroleumssektoren plasseres i utlandet, opprettholdes balansen i markedet for norske kroner. Dermed dempes impulser fra svingninger i oljeprisen på kronekursen. Petroleumsfondet virker også som støtdemper mot kortsiktige svingninger i oljeinntektene. Siden store deler av pengestrømmen fra oljevirkomheten tilfaller staten direkte, vil svingninger i oljeprisen i første omgang føre til at avsetningene til fondet varierer i størrelse. En endring i oljeprisen vil dermed ikke slå inn med full tyngde i offentlige utgifter. Dette gjør norsk økonomi mer robust overfor svingninger i oljeprisen og dermed mindre oljeavhengig, også på kort sikt.

Et eksempel kan illustrere dette. La oss anta at oljeprisen midlertidig øker med 10 kroner per fat, eller litt under halvannen dollar fatet. Det er en liten endring i oljeprisen, godt innenfor de normale variasjonene fra ett år til det neste. Statens inntekter - og dermed budsjettoverskuddet - vil da øke med rundt 10 milliarder kroner det første året og 12-13 milliarder kroner det neste året. Det tilsvarer nærmere 1 prosent av Norges årlige BNP. Hvis de økte inntektene blir tatt inn i økonomien gjennom økte utgifter eller reduserte skatter i statsbudsjettet, blir den samlede etterspørselen innenlands påvirket. Økte utgifter krever en økning i det offentlige bruk av realressurser - først og fremst arbeidskraft. Da er 1 prosent av BNP svært mye. Dersom økningen i oljeinntektene på denne måten brukes innenlands, tilsvarer det for eksempel nesten halvparten av den årlige veksten i fastlandsøkonomien i et normalår. Hvis også den private delen av økonomien vokser, og økonomien allerede er nær kapasitetsgrensen, vil en slik politikk raskt føre til et sterkt press på ressursene i økonomien. Det gir opphav til lønns- og pristigning. Tanken bak Petroleumsfondet er at inntektene fra en slik mindre økning i oljeprisen skal tilflyte fondet og plasseres i utlandet, og at økningen i oljeprisen ikke påvirker budsjettet for øvrig. I så fall vil de økte inntektene ikke påvirke den innenlandske økonomien, men investeres i utlandet gjennom Petroleumsfondet. Tilsvarende vil en ikke behøve å gå til dramatiske kutt i offentlige utgifter om oljeprisen skulle være lav en periode. Det er en utfordring for fremtiden å beholde denne mekanismen intakt.

Virkemidler og åpenhet

Det viktigste virkemiddel i pengepolitikken er renten. Norges Bank har bare kontroll over de helt kortsiktige rentene. I praksis er dette først og fremst folio- og D-lånsrenten - som er de renter forretnings- og sparebanker mottar når de har innskudd og betaler når de har lån i Norges Bank. Signalrentene benyttes - så vidt vi vet - ikke i andre transaksjoner som er viktige for den økonomiske utviklingen. Den direkte virkningen av en endring i disse rentene er derfor begrenset. Pengepolitikken har makroøkonomiske virkninger bare i den grad den kan påvirke de priser i finansmarkedene som har betydning for husholdningenes og bedriftenes tilpasning, som bankenes renter overfor publikum og de langsiktige obligasjonsrentene, men også valutakurser, aksjekurser og andre formuespriser. Disse størrelsene vil igjen påvirke den økonomiske aktiviteten ett til to år fram i tid. Via virkningene på realøkonomien vil renten etter hvert også påvirke priser og lønninger. Pengepolitikken kan også påvirke slike nominelle størrelser direkte gjennom forventningsdannelsen.

Endringer i signalrentene har i normale situasjoner nokså direkte gjennomslag i de helt kortsiktige rentene i pengemarkedet. Effekten på markedsrenter med lengre løpetider og på formuesprisene er avhengig av hvordan renteendringen påvirker de økonomiske utsiktene og hvilke forventninger som skapes om pengepolitikken framover. En reduksjon i signalrentene kan i en gitt situasjon utløse frykt for overoppheting og økende inflasjon og føre til at de langsiktige rentene stiger slik at avkastningskurven blir brattere. I en slik situasjon er det trolig at en økning i den korte renten ville påvirket lange renter mindre, eller endog brakt dem ned, fordi sentralbankens tiltak virket tillitskapende i forhold til å sikre nominell stabilitet.

Kan vi finne et uttrykk for tilliten til et lands pengepolitikk, altså evnen til i en viss forstand å levere nominell stabilitet? Med utgangspunkt i avkastningskurven kan vi beregne implisitte terminrenter. Terminrentene kan tolkes som forventet rente mellom to framtidige tidspunkter.

Terminrentene kan brukes til å si noe om inflasjonsforventningene hvis vi forutsetter at nominell rente er tilnærmet lik summen av forventet realrente og forventet inflasjon. På kort sikt vil renteforventningene være påvirket av den forventede konjunkturutviklingen. Da kan det være vanskelig å vite eksakt hvor mye som kan tilskrives forventet realrente og hvor mye som kan tilskrives forventet inflasjon. På lang sikt, dvs. opp mot ti år fram i tid, virker det derimot lite trolig at aktørene har bestemte forventninger om konjunktursituasjonen. Da kan terminrenten tolkes som summen av forventet realrente og forventet inflasjon når økonomien er i likevekt. I tillegg kommer eventuelle risiko- eller løpetidspremier. Dersom likevektsrealrenten er lik mellom land, kan forskjellen mellom norske og utenlandske langsiktige terminrenter tolkes som forskjeller i forventet inflasjon pluss en eventuell risikopremie. Den langsiktige terminrentedifferansen mellom Norge og Tyskland vil da fortelle noe om aktørenes tillit til at den økonomiske politikken over tid vil gi en inflasjonsutvikling på linje med eurolandenes.

Figuren viser at den terminrentedifferansen mellom Norge og Tyskland, altså differansen mellom de kortsiktige renten på fremtidige tidspunkter er nokså lav når vi går noen år ut i

tid, og ikke særlig større enn for de andre nordiske landene. Det kan tolkes som at den økonomiske politikken bidrar til å gi et godt nominelt ankerfeste.

Troverdighet og tillit kan bidra til at virkningene av pengepolitikken blir mer forutsigbare. Med tilstrekkelig tillit til pengepolitikken kan de realøkonomiske kostnadene knyttet til en pengepolitisk tilstramning reduseres ved at inflasjonsforventningene raskt normaliseres når sentralbanken signaliserer behov for en tilstramning. Dermed ville også den faktiske inflasjonen komme ned uten at sentralbanken behøvde å holde renten høy over lengre tid med tilhørende negative virkninger på produksjon og sysselsetting.

Nå er antakelig ikke verden så grei og sammenhengene ikke så enkle. Det koster å fjerne inflasjonen - også i land hvor det har lyktes å skape stor tillit til pengepolitikken. Det har sammenheng med at de stiliserte forutsetningen om full troverdighet for sentralbanken og perfekt forutseenhet i markedene aldri gjelder fullt ut.

Vi må derfor ta som utgangspunkt at det koster å bringe ned inflasjon som har fått utvikle seg. Lavest blir kostnadene om vi sørger for at pris- og lønnsveksten aldri kommer ut av kontroll. Her ligger sentralbankens viktigste utfordring .

Sentralbanken kan imidlertid bidra til å redusere kostnadene med å fjerne inflasjonen gjennom åpenhet og god kommunikasjon utad om pengepolitikken. Dette er motivet for at Norges Bank har lagt stor vekt på åpenhet om mål, analyser og skjønnsutøvelse.

Som jeg poengterte ovenfor, virker pengepolitikken gjennom kompliserte mekanismer og med betydelige tidssetterslep. Et viktig grunnlag for Norges Banks rentesetting er våre analyser av de økonomiske utsiktene og prisutviklingen på et par års sikt. Norges Bank legger stor vekt på å formidle vurderingene av de økonomiske utsiktene fremover, først og fremst gjennom bankens inflasjonsrapporter som utgis fire ganger i året. Vi er åpne om våre analyser, den modellbruk og de forutsetninger som ligger til grunn for dem. I tilknytning til fremleggelsen av inflasjonsrapporten arrangeres det alltid pressekonferanser der bankens ledelse orienterer om analysene og besvarer spørsmål.

Analyser av tidligere feil er viktig for å kunne lage bedre og mer treffsikre anslag gjennom forbedringer av vårt analyseapparat og vår bruk av dette. Derfor etterprøves anslagene systematisk, og publiseres i kvartalskriftet Penger og kreditt.

Gjennom å forhåndsannonsere datoer for møter i hovedstyret der rentespørsmålet normalt behandles, er alle aktører kjent med når eventuelle renteendringer kan forventes å komme. Bankens ledelse har lagt betydelig vekt på å orientere om hvilke vurderinger som har vært avgjørende når renten er endret, både ved å invitere til pressekonferanser etter rentemøtene og gjennom andre kanaler. Vi holder også møter med pressen selv om renten ikke har vært endret.

Samspeillet mellom politikkområdene er viktig for at vi skal lykkes i å oppnå nominell stabilitet. Utfordringene i pengepolitikken lettes om budsjettpolitikken og partene i arbeidslivet gjør sin del av jobben. Det vil imidlertid alltid være en risiko for at det kan oppstå en uheldig politikk sammensetning. Det kan tenkes situasjoner der Norges Bank ut fra sin vurdering av de økonomiske utsiktene holder høy rente, mens statsmyndighetene på sin side

øker utgiftene over statsbudsjettet for å stimulerer sysselsettingen. Dette er et reelt dilemma. Åpenhet om våre analyser og reaksjonsmønstre er trolig den beste måten å møte denne utfordringen på. Da kan statsmyndighetene ta hensyn til virkningen på rentesettingen når vedtak om statsbudsjettet fattes.

Målet for pengepolitikken er knyttet til valutakursen, men uten at det er satt bestemte krav til utviklingen i denne på kort sikt. En forutsetning for stabilitet i valutakursen over tid er lav inflasjon. Det er derfor naturlig at utviklingen i inflasjonen og kronkursen danner grunnlag for i ettertid å vurdere om den pengepolitikken som har vært ført, har vært vellykket. Men utviklingen i disse størrelsene kan også kaste lys over om andre deler av den økonomiske politikken har vært veltilpasset situasjonen. Det er grunn til å understreke at en bør vurdere utviklingen over en lengre periode. En kan ikke bedømme resultatene bare ved å se på valutakurs- og prisutviklingen. En må også skjønnsmessig vurdere om valutakursen og inflasjonen kunne vært stabilisert med lavere realøkonomiske kostnader.

Utsiktene til å lykkes i den nærmeste fremtid

Nå det gjelder utsiktene til å lykkes i å oppnå nominell stabilitet i årene fremover, er det naturlig for oss å ta utgangspunkt i den siste inflasjonsrapporten som ble lagt frem før jul i fjor. Som jeg var inne på, er det analysene i *inflasjonsrapporten*, som sammen med den løpende vurderingen av pris- og kostnadsutsiktene og forholdene i penge- og valutamarkedene, danner grunnlag for beslutninger om innretningen av virkemidlene i pengepolitikken.

Økonomien går inn i periode med lavere vekst enn vi erfarte i 1994-98. Norges Bank venter at BNP for Fastlands-Norge vil øke med $\frac{3}{4}$ prosent i år. Neste år venter vi at veksten vil ta seg opp til $1\frac{1}{2}$ prosent. Deretter ser det ut til at veksten tar seg opp til den langsiktige trendveksten i økonomien. Risikoen for en markert nedgang i fastlandsøkonomien synes nå å være mindre enn vi tidligere så for oss. Vi venter at konsumprisveksten i løpet av de nærmeste to årene vil avta og komme ned mot den stigningstakten eurolandene sikter mot. Disse anslagene er baserer seg på at lønnsveksten avtar fra i fjor og kommer ned i $3\frac{3}{4}$ prosent i år.

Våre anslag uttrykker den utvikling vi anser for mest sannsynlig, gitt at sentrale størrelser som rente, valutakurs og offentlig etterspørsel utvikler seg som forutsatt, og det ikke skjer strukturelle endringer i økonomien. Verden er imidlertid vanskelig å forutsi, og mange forhold kan endre seg underveis.

Omslaget synes å være særlig konsentrert om industrien, dels som følge av svekket lønnsomhet og tapt konkurransevne, men også fordi oljeinvesteringene vil falle. Hvor store konsekvenser omslaget får for den samlede aktiviteten i norsk økonomi, vil blant annet avhenge av omstillingsevnen i de delene av industrien som blir berørt. Vi venter fortsatt økt etterspørsel etter arbeidskraft fra offentlig sektor og fra tjenesteytende næringer.

Det er usikkert hvordan lønnsdannelsen vil fungere med store omstillinger mellom sektorer i økonomien. Tradisjonelt har industrien vært lønnsledende. Det tilsier at lønnsveksten avtar når lønnsomheten i denne sektoren svekkes. Spenninger i arbeidsmarkedet og fortsatt høy etterspørsel i deler av arbeidsmarkedet, kan bidra til at lønnsveksten tar seg opp igjen, selv

med en viss økning i samlet ledighet. Da vil også prisveksten bli høyere enn vi anslår i siste inflasjonsrapport.

Den systematiske etterprøvingen av tidligere anslag viser at en vesentlig del av prognosefeilene for realøkonomien og etterspørselsveksten i Fastlands-Norge har vært knyttet til en undervurdering av veksten i de offentlige utgiftene. De siste årene, og kanskje særlig i fjor, har det vært en tendens til at veksten i offentlige utgifter har blitt høyere enn vedtatt under budsjettbehandlingene. Dette kan tyde på at det er et forholdsvis sterkt underliggende press på de offentlige utgiftene. Vi kan ikke utelukke at dette er en mer varig trend. Dersom veksten i offentlige utgifter blir høyere, vil etterspørselen og aktivitetsnivået i fastlandsøkonomien også vise sterkere vekst enn anslått. Presset i arbeidsmarkedet vil dermed opprettholdes og kunne bidra til at lønns- og prisveksten ikke kommer ned, men snarere kan tilta.

Avslutning

Vi ønsker ikke å gjenta de dårlige erfaringene fra 1970 og -80-tallet med høy inflasjon og store konjunktursvingninger. Nominell stabilitet vil være sentralt for å unngå en slik utvikling. Norges Bank vil, i samsvar med vårt mandat, legge stor vekt på å realisere dette. Vi gikk ut av 1990-årene med utsikter til en rimelig balanse i norsk økonomi etter problemene som truet med å bygge seg opp. For å hindre nominell ustabilitet ble pengepolitikken strammet kraftig til i 1998. Etter hvert som finanspolitikk og lønnsutvikling ble mer tilpasset den økonomiske situasjonen, kunne renten settes ned i fjor, selv om kronkursen var fortsatt svak. Dermed forhindre vi at den samlede innretning av politikken ble for stram.

Noen synes etter dette å mene at den kortsiktige renten også er et mål på hvor vellykket den økonomiske politikken har vært. Det kan derfor være grunn til å gjenta meg selv; renten er et virkemiddel, ikke et mål. Over tid er det viktig med symmetri i rentesettingen, i den forstand at virkemiddelet må brukes med samme kraft både for å bremse opp som å stimulere økonomien. En slik symmetri er nødvendig for å opprettholde tilliten til nominell stabilitet. Det kan ikke bli slik at vi bare øker renten når det er absolutt nødvendig, men senker den så fort vi kan.