

Erfaringer med pengepolitikken i Norge siden 2001¹

NR. 1 | 2017

¹ I Finansmarkedsmeldingen 2015 som ble fremlagt 22. april 2016, ble det varslet at Finansdepartementet parallelt med arbeidet i utvalget som ser på ny sentralbanklov, vil vurdere en modernisering av forskriften for pengepolitikken. I forbindelse med dette arbeidet er Norges Bank blitt bedt om å vurdere erfaringer med pengepolitikken i Norge siden 2001. I dette notatet drøftes de forstyrrelsene norsk økonomi er blitt utsatt for i perioden med inflasjonsmål, hvordan pengepolitikken har respondert på disse og hvilke erfaringer Norges Bank har gjort med hensyn til de utfordringene og avveiningene pengepolitikken har stått overfor. Notatet ble oversendt Finansdepartementet 31. januar 2017.



Norges Bank Memo nr. 1 | 2017

NORGES BANK MEMO
NR 1 | 2017

NORGES BANK

Adresse: Bankplassen 2
Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
Telefon: 22316000
Telefaks: 22413105
E-post: central.bank@norges-bank.no
Web: www.norges-bank.no

ERFARINGER MED
PENGEPOLITIKKEN
I NORGE SIDEN 2001

ISSN 1894-0277 (online)
ISBN 978-82-7553-954-8 (online)

Innhold

NORGES BANK MEMO
NR 1 | 2017

ERFARINGER MED
PENGEPOLITIKKEN
I NORGE SIDEN 2001

1. Innledning.....	4
2. Bakgrunn	5
3. Forstyrrelser til norsk økonomi i inflasjonsstyringsperioden	8
4. Gjennomføringen av pengepolitikken	12
5. Pengepolitikken rolle i den økonomiske utviklingen siden 2001.....	16
5.1. Utviklingen i inflasjon og inflasjonsforventninger.....	17
5.1.1. Utviklingen i konsumprisene.....	17
5.1.2. Inflasjonsforventninger.....	20
5.1.3. Andre mål på nominell stabilitet	22
5.2. Utviklingen i produksjon og sysselsetting.....	23
5.3. Utviklingen i kronen siden 2001	27
6. Har pengepolitikken vært tilpasset utviklingen i inflasjon og realøkonomi?	29
7. Erfaringer.....	30
Referanser.....	33

1. Innledning

Norge har hatt et inflasjonsmål for pengepolitikken siden 2001. Over 15 år med inflasjonsstyring gir et godt grunnlag for å vurdere erfaringene med et slikt rammeverk for pengepolitikken. I dette notatet drøftes de forstyrrelsene norsk økonomi er blitt utsatt for i perioden med inflasjonsmål, hvordan pengepolitikken har respondert på disse og hvilke erfaringer en kan trekke med hensyn til de utfordringene og avveiningene pengepolitikken har stått overfor.

Siden New Zealand innførte inflasjonsmål for pengepolitikken i 1990, har stadig flere land gjort det samme. I dag er det mer enn 30 land som har inflasjonsmål. Med unntak av Finland som har gått inn i eurosamarbeidet, har ingen land som har innført inflasjonsmål gått bort fra dette.

Erfaringene internasjonalt med inflasjonsmål er i hovedsak gode.² I fremvoksende økonomier er det en klar tendens til at land med inflasjonsstyring har hatt en mer stabil utvikling i inflasjon, inflasjonsforventninger og produksjon enn land med alternative pengepolitiske rammeverk. For industriland er forskjellen mindre tydelig. Det må ses i lys av at prisstabilitet spiller en sentral rolle i de pengepolitiske rammeverkene også i industrilandene som ikke driver eksplisitt inflasjonsstyring. For både fremvoksende økonomier og industriland holdt den økonomiske veksten seg bedre oppe i land med inflasjonsstyring både under og etter finanskrisen som startet i 2008. Det kan ha sammenheng med at valutakursen i større grad virket stabiliserende i land med inflasjonsmål enn i land der den ikke fikk flyte fritt.

Inflasjonsstyring som rammeverk har vist seg å være robust overfor store forstyrrelser som den internasjonale finanskrisen. Inflasjonsstyringen var ikke til hinder for en kraftfull respons i pengepolitikken da krisen rammet. Inflasjonsforventningene var godt forankret og ga sentralbankene mulighet til å iverksette omfattende tiltak for å få økonomiene på fote igjen. Det er flere land med inflasjonsmål etter finanskrisen enn det var før den inntraff.

Til tross for den økte utbredelsen av inflasjonsstyring har rammeverket også vært gjenstand for debatt. Finanskrisen var en påminnelse om at prisstabilitet ikke er en garanti for finansiell stabilitet. Det har reist spørsmålet om pengepolitikken, både generelt og innenfor rammen av inflasjonsstyring, i større grad bør brukes til å motvirke oppbyggingen av finansielle ubalanser som kan true stabiliteten i økonomien på sikt.

Den markerte nedgangen i de globale realrentene de siste tiårene har redusert handlingsrommet i pengepolitikken og muligheten til å motvirke store, negative forstyrrelser. Enkelte har fremholdt at alternative mål for pengepolitikken, slik som prisnivåmål og mål for nominelt BNP, kan være bedre egnet til å bringe økonomien ut av en lavkonjunktur når den nedre grensen for renten begrenser handlingsrommet i pengepolitikken.³ Forskning tyder også på at sammenhengen mellom inflasjon og innenlandsk kapasitetsutnyttning er blitt svakere i mange land, noe som isolert sett krever større utslag i produksjon og sysselsetting for å bringe inflasjonen tilbake til inflasjonsmålet etter et avvik.⁴ Blant annet mot denne bakgrunn mener enkelte at hensynet til produksjon og sysselsetting bør få en høyere vekt i pengepolitikken, for

² Se for eksempel Banerjee, Cecchetti og Hofmann (2013) og Andersen, Malchow-Møller og Nordvig (2015).

³ Se for eksempel Woodford (2012).

⁴ Se for eksempel Gillitzer og Simon (2015).

eksempel i form av et «dualt mandat» der prisstabilitet og realøkonomisk stabilitet er sidestilt.⁵

I praktiseringen av inflasjonsstyring internasjonalt har det vært en utvikling i retning av en mer fleksibel inflasjonsstyring, der horisonten for måloppnåelse er lengre enn den var i inflasjonsstyringens tidlige fase.⁶ Det har også vært tilfellet i Norge.

Også for Norge er hovedkonklusjonen at inflasjonsstyringen har fungert godt. Den har bidratt til forankrede inflasjonsforventninger, noe som har gjort pengepolitikken i stand til å stabilisere produksjon og sysselsetting. Norsk økonomi har vært utsatt for store forstyrrelser siden 2001. En viktig erfaring er at en fleksibel praktisering av inflasjonsstyringen har vært vesentlig for å kunne foreta en god avveining i møtet med disse forstyrrelsene. Tidshorisonten for måloppnåelse må være tilstrekkelig lang. En annen erfaring er at valutakursen har spilt en viktig rolle som støtdemper, særlig under finanskrisen og i perioder der oljeprisen har falt. Samtidig legger rentenivået ute begrensninger på handlingsrommet i pengepolitikken i en liten åpen økonomi som den norske.

2. Bakgrunn

Pengepolitikkenes overordnede oppgave er å sørge for prisstabilitet, i betydningen lav og stabil inflasjon. Det har vært vanlig å gi pengepolitikken et operasjonelt mål, i første rekke for å sikre prisstabilitet, men også for å gjøre pengepolitikken etterprøvbart. Historisk har norsk pengepolitikk vært knyttet opp mot en eller annen form for fast valutakurs.⁷

Etter sammenbruddet i det europeiske fastkurssystemet (ERM) høsten 1992 valgte flere land, deriblant Sverige, Finland og Storbritannia, å la valutakursen flyte fritt og innrette pengepolitikken mer direkte mot prisstabilitet ved å innføre eksplisitte inflasjonsmål. Inflasjonsmål for pengepolitikken var da et relativt nytt, men ikke uprøvd, rammeverk for pengepolitikken; New Zealand og Canada hadde innført inflasjonsmål i henholdsvis 1990 og 1991. I Norge holdt en imidlertid fast ved å la pengepolitikken rettes inn mot en stabil valutakurs. Den viktigste begrunnelsen for det, var den særskilte arbeidsdelingen i den økonomiske politikken i Norge («Solidaritetsalternativet»). Finanspolitikken hadde hovedansvaret for konjunkturstabiliseringen, inntektspolitikken skulle ivareta konkurranseværen, og pengepolitikken skulle sørge for en stabil valutakurs som partene i konkurranseutsatt sektor kunne legge til grunn i lønnsfastsettelsen.⁸

I siste halvdel av 1990-tallet tiltok debatten om det pengepolitiske regimet. I en periode der stadig økende oljeinntekter skulle fases inn i økonomien, var det krevende for finanspolitikken å stabilisere økonomien. Innfasingen av oljeinntektene medførte et visst appresieringspress mot kronen. Ved appresieringspress tilsier et valutakursmål

⁵ Se for eksempel Friedman (2008), Wren-Lewis (2013) og Holden (2016).

⁶ Graydon (2006).

⁷ Se for eksempel Alstadheim (2016).

⁸ Se for eksempel Storvik (1998).

at renten må settes ned tilstrekkelig for å unngå en styrking av kronen. Dette virket konjunkturfosterkende.⁹

Appresieringspresset i 1996 og 1997 ble avløst av et kraftig depresieringspress høsten 1998 i kjølvannet av Asia-krisen og gjeldskrisen i Russland. Foliorenten ble satt opp til 8 prosent i august 1998, og Norges Bank intervenerte i flere omganger i løpet av høsten 1998 for å hindre en videre svekkelse av kronen. Erfaringene fra 1998 viste at det var krevende å forsvare et fast kursnivå når kapitalen flyter fritt over landegrensene og konjunktorene beveger seg i utakt med konjunktorene hos handelspartnerne.

Både Finansdepartementet og Norges Bank understrekte på 1990-tallet at det var en gjensidig avhengighet mellom stabil valutakurs og en stabil pris- og kostnadsvekst.¹⁰ Da Svein Gjedrem overtok som sentralbanksjef i 1999, la Norges Bank om det pengepolitiske handlingsmønsteret. I stedet for at en i rentesettingen skulle fokusere på den løpende utviklingen i kronekursen, skulle renten settes slik at de mer langsiktige forutsetningene for en stabil valutakurs skulle bli oppfylt: «*For å ha en stabil valutakurs mot euro, må vi over tid ha en pris- og kostnadsvekst som er på linje med euro-landene. Samtidig må pengepolitikken ikke bidra til nedgangstider av en art som kan svekke tilliten til kronen*».¹¹

29. mars 2001 ble den nye forskriften for pengepolitikken fastsatt, se utdrag av forskriften i ramme 1. Den nye forskriften innebar ingen vesentlig endring i det pengepolitiske handlingsmønsteret sammenliknet med den politikken som var ført de to foregående årene.¹² Men forskriften ga en klarere formell og institusjonell forankring av pengepolitikken, noe som bidro til større grad av ansvarliggjøring. Norges Bank uttalte seg om utkastet til ny forskrift og om konsekvensene for utøvelsen av pengepolitikken i et brev til Finansdepartementet 27. mars 2001.¹³ I brevet skrev Norges Bank at «*[d]et har vært tillit til utøvelsen av pengepolitikken. Det vil likevel kunne lette kommunikasjonen av norsk pengepolitikk at Regjeringen nå tallfester et mål for prisstigningen, i tråd med det som er vanlig internasjonalt*».

⁹ I tillegg kan en fast valutakurs ha et iboende konjunkturfosterkende element, ofte omtalt som Walters-kritikken (Walters fungerte som økonomisk rådgiver for statsminister Margaret Thatcher). Se Walters (1986).

¹⁰ Revidert Nasjonalbudsjett 1994: «*Stabil valutakurs kan bidra til forventninger om fortsatt lav inflasjon, som igjen har betydning for både pris- og lønnsfastsettingen. Moderat pris- og kostnadsvekst vil samtidig være en forutsetning for en stabil valutakursutvikling over tid*» Under foredraget hos FOREX Norge 28. august 1998 uttalte sentralbanksjef Kjell Storvik: «*Jeg minner om det velkjente faktum at en lavere kronekurs vil kunne bidra til å forsterke inflasjonsforventningene og at slike forventninger i sin tur vil kunne bidra til forventninger om en svekkelse i valutakursen og i seg selv forsterke depresieringstendensene. Prisforventningene vil da kunne bli selvoppfyllende*».

¹¹ Gjedrem (1999).

¹² Kleivset (2012), side 40: «*For selve rentesettingen var den formelle omleggingen mindre viktig, ”ettersom det allerede var etablert et handlingsmønster i pengepolitikken som var konsistent med inflasjonsmål”, som Svein Gjedrem i ettertid har uttrykt det*».

¹³ <http://www.norges-bank.no/Publisert/Brev-og-uttalelser/2001/brev-2001-03-27.html/>

Ramme 1: Forskrift om pengepolitikken – § 1

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 pst.

Det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser.

Måltallet for inflasjonen ble satt til 2,5 prosent i den nye forskriften, mens det implisitte inflasjonsmålet som banken tidligere styrte etter, lå på det eurolandene siktet mot, det vil si om lag 2 prosent.¹⁴ Om selve måltallet, skrev Norges Bank i brevet til Finansdepartementet: «Målet om en inflasjon over tid nær 2,5 prosent er noe høyere enn målene for prisutviklingen i Sverige, Canada og euro-området, men på linje med tilsvarende mål i Storbritannia og Australia. Målet er også om lag som gjennomsnittet for prisstigningen i Norge i 1990-årene.»

Valget av 2,5 prosent må ses i lys av innfasingen av oljeinntektene, som ville medføre en realappresiering. Ved å velge et litt høyere inflasjonsmål enn det gjennomsnittet av handelspartnerne siktet mot, ønsket man at realappresieringen skulle skje gradvis i form av en økende forskjell i pris- og kostnadsnivået mellom Norge og handelspartnerne, og ikke i form av en nominell styrking av kronen.¹⁵

Som følge av tidsetterslepet i pengepolitikken, forstyrrelser som rammer økonomien og avveininger knyttet til stabilitet i produksjon og sysselsetting, presiserte Norges Bank at pengepolitikken må være fremoverskuende: «Dersom prisstigningen i en periode avviker vesentlig fra målet, vil Norges Bank sette renten med sikte på at konsumprisveksten gradvis bringes tilbake til målet. Norges Bank vil søke å unngå unødige svingninger i produksjon og etterspørsel.»

Inflasjonen vil ofte avvike noe fra målet som følge av forstyrrelser og de avveiningene det medfører. Norges Bank uttalte i brevet til Finansdepartementet at «[d]ersom det oppstår vesentlige avvik mellom den faktiske prisutviklingen og målet for pengepolitikken, vil banken redegjøre for dette i årsberetningen. Det vil bli lagt særlig vekt på eventuelle avvik utenfor intervallet på +/- 1 prosentpoeng».

Innføring av inflasjonsmål var en del av en modifisering av arbeidsdelingen mellom penge- og finanspolitikken. Pengepolitikken skulle i større grad bidra til å stabilisere

¹⁴ Den europeiske sentralbanken definerte «prisstabilitet» som en årlig vekst i den harmoniserte konsumprisindeksen på under 2 prosent. Det ble senere presisert til «under, men nær 2 prosent».

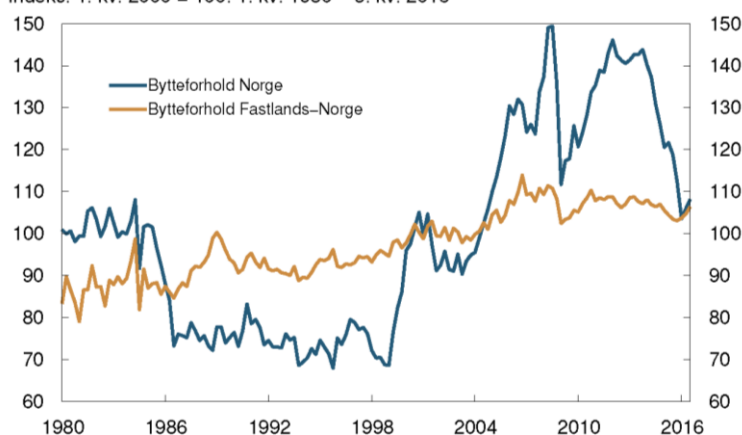
¹⁵ For en drøfting av argumentet og referanser til uttalelser, se Torvik (2003).

den økonomiske utviklingen. Finanspolitikken skulle følge en handlingsregel som skulle bidra til en gradvis innfasing av oljeinntektene, men fremdeles være et viktig instrument for konjunkturstabilisering. I brevet til Finansdepartementet i 2001 skrev Norges Bank: «*Finanspolitikken skal fortsatt ha et hovedansvar for å stabilisere utviklingen i norsk økonomi.*» I praksis fikk likevel pengepolitikken ganske raskt et hovedansvar i konjunkturstyringen. Fra 2009 har Finansdepartementet omtalt pengepolitikken som førstelinjeforsvaret for å møte et tilbakeslag i økonomien.¹⁶

3. Forstyrrelser til norsk økonomi i inflasjonsstyringsperioden

Under perioden med inflasjonsmål har norsk økonomi blitt utsatt for flere store og langvarige forstyrrelser. Ett markert utviklingstrekk er de store endringene i bytteforholdet – forholdet mellom prisene på vår eksport og prisene på det vi importerer fra utlandet. Den markerte bedringen i bytteforholdet fra begynnelsen av 2000-tallet er knyttet til utviklingen i oljeprisen, men også dersom vi ser på fastlandsøkonomien isolert, bedret bytteforholdet seg noe, se figur 3.1. Det har sammenheng med lav prisvekst på importerte varer, og da særlig konsumvarer, etter at Kina for alvor trådte inn i den globale økonomien. Etter 2014 forverret bytteforholdet for Norge seg betydelig som følge av nedgangen i oljeprisen.

Figur 3.1 Bytteforhold overfor utlandet.
Indeks. 1. kv. 2000 = 100. 1. kv. 1980 – 3. kv. 2016

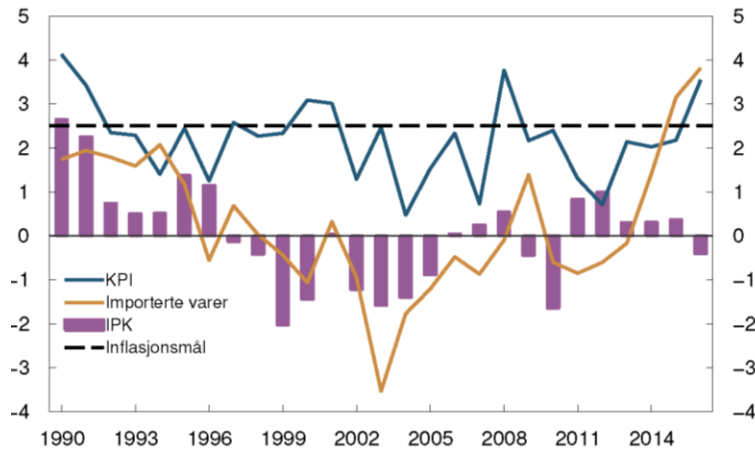


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Den lave prisveksten på importerte varer, se figur 3.2, har trukket konsumprisveksten ned. For å bringe inflasjonen opp mot målet, må pengepolitikken være ekspansiv. Det vil isolert sett føre til høyere vekst og aktivitetsnivå i realøkonomien. I pengepolitikken må en da foreta en avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen tilbake mot målet og hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting.

¹⁶ Se for eksempel NOU 2015/9, side, side 51.

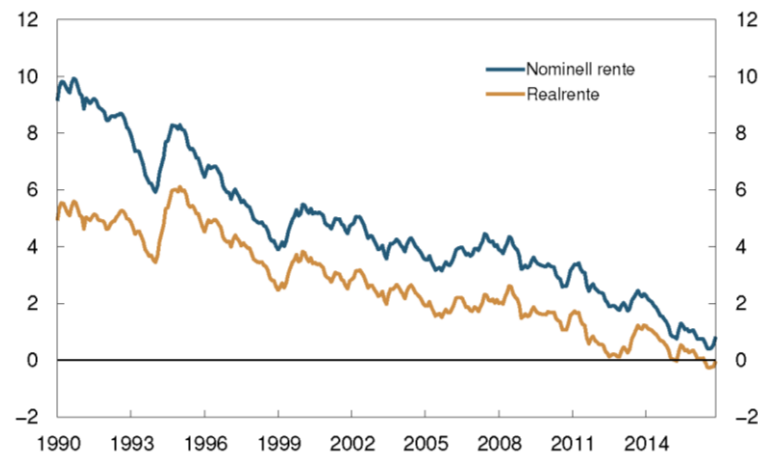
Figur 3.2 KPI, importerte varer i KPI-JAE og indikator for internasjonale prisimpulser til importerte konsumvarer (IPK). Årsvekst. Prosent. 1990 – 2016



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Et annet utviklingstrekk er den vedvarende nedgangen i globale nominelle renter og realrenter. Fallet i realrenter har vært særlig markert de siste 15–20 årene, se figur 3.3.

Figur 3.3 Ti års statsrenter. 14 OECD-land.¹⁾ Prosent. Januar 1990 – november 2016



1) USA, Tyskland, Frankrike, Italia, Storbritannia, Japan, Nederland, Østerrike, Belgia, Sverige, Danmark, Canada, Sveits og Norge. Aritmetisk gjennomsnitt.
Kilder: OECD og Norges Bank

Årsakene til nedgangen i rentene er sammensatte.¹⁷ Store spareoverskudd i fremvoksende økonomier, særlig Kina, har vært én viktig faktor bak fallet i realrentene. I mange land har trolig sparingen også økt som følge av den demografiske utviklingen og en mer ujevn inntektsfordeling. I tillegg har økt kapitalmobilitet ført til at forskjellene i realrenter på tvers av land er blitt mindre. I kjølvannet av finanskrisen har også investeringene i mange industriland vært lave, og den underliggende produktivitetsveksten har avtatt. Ekstraordinære pengepolitiske tiltak fra mange sentralbanker har i tillegg trukket langsiktige renter ned etter finanskrisen.

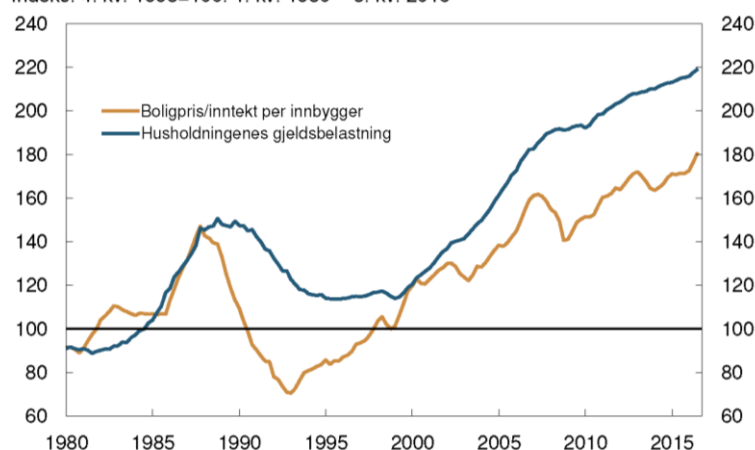
Den vedvarende rentenedgangen globalt har konsekvenser for pengepolitikken. Det nivået på realrenten som er konsistent med en balansert utvikling i økonomien, har falt

¹⁷ For en drøfting av den globale renteutviklingen og den globale nøytrale realrenten, se for eksempel Rachel og Smith (2015), IMF (2014), Bean, Broda, Ito og Kroszner (2015), og Williams (2016) og utdyping «Den nøytrale realrenten globalt og i Norge» i Pengepolitisk rapport 3/16.

i takt med økt sparing og lavere etterspørsel etter kapital. Nivået omtales gjerne som den nøytrale realrenten.¹⁸

Et lavere nøytralt rentenivå har, sammen med strukturelle endringer i finansmarkedene, bidratt til at boligpriser og gjeld gjennomgående har steget mer enn inntektene gjennom hele inflasjonsmålsperioden, se figur 3.4.

Figur 3.4 Husholdningenes gjeldsbelastning.¹⁾ Prosent. 1. kv. 1980 – 2. kv. 2016. Boligpriser i forhold til disponibel inntekt per innbygger (15 – 74 år).²⁾ Indeks. 4. kv. 1998=100. 1. kv. 1980 – 3. kv. 2016



1) Husholdsvise lånegjeld i prosent av disponibel inntekt og renteutgifter i prosent av disponibel inntekt plus renteutgifter.
2) Disponibel inntekt er korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte i 2003 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital i 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012. For 1. kv. 2015 – 3. kv. 2016 benyttes veksten i disponibel inntekt ekskludert utbytte.
Kilder: Eiendom Norge, Eiendomsverdi, Finn.no, Norges Eiendomsforbund (NEF), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Erfaringer viser at oppbygging av finansielle ubalanser kan medføre en risiko for brå skift i etterspørselen fram i tid. Det har ført til at Norges Bank har avveiet hensynet til å stabilisere inflasjonen på kort sikt mot hensynet til å redusere risikoen for økonomisk ustabilitet fram i tid.¹⁹ En noe høyere rente enn hensynet til stabilitet i inflasjon og produksjon på kort sikt tilsier, kan bidra til å redusere oppbyggingen av gjeld og formuespriser noe. Det kan redusere risikoen for et fremtidig kraftig fall i etterspørselen. Denne gevinsten ved høyere rente må veies opp mot kostnaden i form av dårligere måloppnåelse på kort sikt. Hvorvidt gevinsten er større enn kostnaden, vil avhenge av tilstanden i økonomien, herunder graden av finansielle ubalanser.²⁰

Et forhold som har påvirket tilbudssiden i norsk økonomi er den økte arbeidsinnvandringen etter EU-utvidelsen i 2004, se figur 3.5. Innvandringen har bidratt til at den årlige befolkningsveksten i Norge i gjennomsnitt har vært over 1 prosent de siste tolv årene, betydelig høyere enn i tiårene før. Arbeidsinnvandringen har bidratt til å dempe lønnsveksten i flere sektorer.²¹ I tillegg har den gjort tilbudssiden i økonomien mer fleksibel.

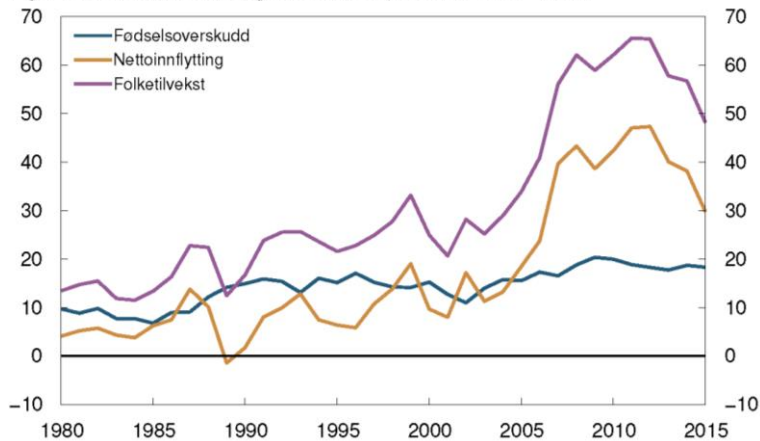
¹⁸ I enkelte sammenhenger blir den nøytrale realrenten omtalt som «naturlig realrente» eller «kortsiktig likevektsrente».

¹⁹ Se Jorda et al. (2015) og Anundsen et al. (2016).

²⁰ Se for eksempel utdypningen «Mulige kostnader og gevinster ved å lene seg mot vinden i pengepolitikken» i Pengepolitisk rapport 3/16.

²¹ Se for eksempel Nordbø (2013).

Figur 3.5 Arbeidsinnvandring. Antall tusen personer. 1980 – 2015

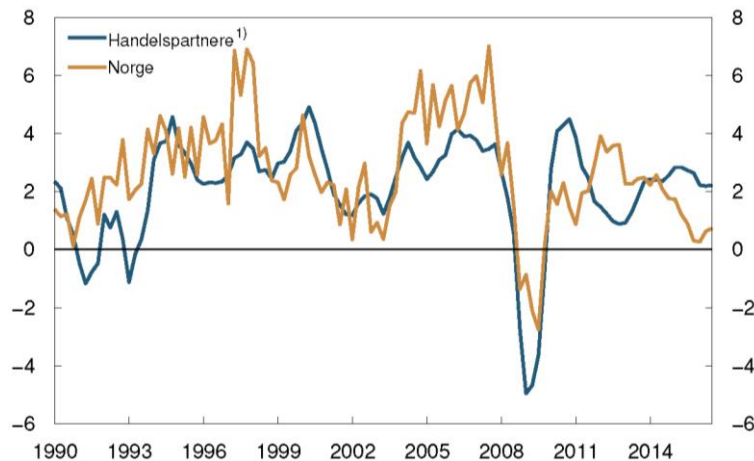


Kilde: Statistisk sentralbyrå

Markerte internasjonale konjunkturbevegelser har også rammet norsk økonomi etter 2001, se figur 3.6. Først ble økonomien påvirket av den internasjonale nedgangen på begynnelsen av 2000-tallet, som må ses i sammenheng med aksjekursfallet i 2000, særlig for aksjer knyttet til informasjons- og kommunikasjonsteknologi («dotcom-boblen»), og terrorangrepet mot USA i 2001. Kinas inntreden i global handel bidro til en markert oppgang i råvareprisene fra 2004 til 2008. Senere ble norsk økonomi rammet av den internasjonale finanskrisen i 2008 og ettervirkningene av den.

De store og langvarige forstyrrelsene som har rammet norsk økonomi har ofte gitt opphav til en konflikt på kort sikt mellom stabilitet i inflasjonen og stabilitet i produksjon og sysselsetting.

Figur 3.6 BNP-vekst.
Firekvarteralsvekst. Prosent. 1. kv. 1990 – 3. kv. 2016



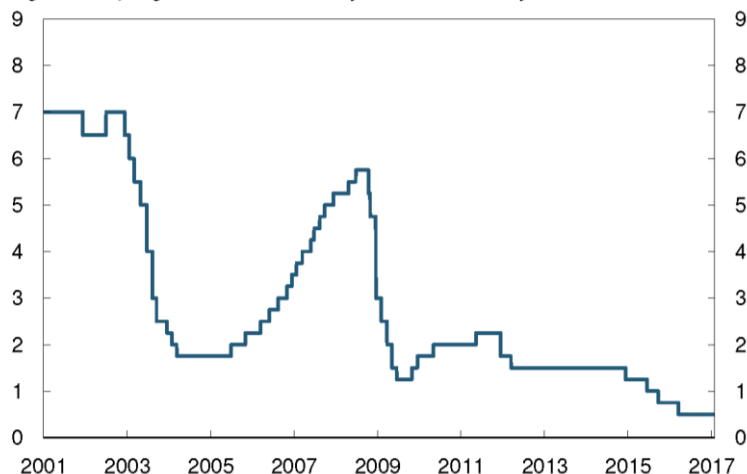
1) Eksportvekter, 25 største handelspartnere.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

I en lukket økonomi gir ikke rene etterspørselssjokk noen slik konflikt, siden forstyrrelsen trekker både inflasjonen og produksjon og sysselsetting i samme retning. Ved å endre renten slik at forstyrrelsen ikke får virkning på aktivitetsnivået, vil også inflasjonen bli stabilisert. Ved tilbudssidesjokk vil effekten på inflasjonen og produksjonen gå i motsatt retning og føre til en konflikt på kort sikt. Sentralbanken må da foreta en avveining mellom hensynet til å bringe inflasjonen raskt mot målet og hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting. I en liten åpen økonomi vil valutakursen normalt virke som en støtdemper på virkningen av forstyrrelser. Men valutakursen gjør at også etterspørselssjokk i noen grad gir en konflikt på kort sikt mellom de to hensynene i en åpen økonomi fordi valutakursen påvirker importert

inflasjon.²² Alle forstyrrelsene som har rammet økonomien har derfor, i varierende grad, ført til at man i pengepolitikken har måttet avveie hensynet til å nå inflasjonsmålet raskt mot hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting.

4. Gjennomføringen av pengepolitikken

Figur 4.1 Styringsrenten. Prosent. 1. januar 2001 – 30. januar 2017



Kilde: Norges Bank

2001-2003: Forankring av inflasjonsmålet, appresiering og lavkonjunktur

Omstillingen i norsk økonomi som følge av innfasingen av oljeinntektene stod i fokus for pengepolitikken i 2001 og 2002. Norges Bank så for seg at realappresieringen skulle skje både i form av en nominell kronestyrking og gjennom høyere lønnsvekst.²³ En utfordring var å balansere disse mekanismene slik at inflasjonsmålet ble nådd.

Selv om en sterk krone ga negative prisimpulser, var Norges Bank bekymret for at den høye lønnsveksten skulle være ved og føre til at inflasjonen ville overstige målet på 2,5 prosent fram i tid. Styringsrenten ble satt opp fra 6,5 prosent til 7 prosent i juli 2002 som følge av den høye lønnsveksten, se figur 4.1.²⁴ Forankring av det pengepolitiske handlingsmønsteret under inflasjonsstyring hos partene i arbeidslivet ble av banken sett på som en viktig betingelse for at pengepolitikken skulle kunne stabilisere inflasjonen nær målet uten for store utslag i produksjon og sysselsetting.

Renteøkningen førte til en ytterligere styrking av kronen. I tillegg var internasjonal økonomi på vei inn i en lavkonjunktur, og rentene ute var på vei ned. Oljeprisen holdt seg likevel oppe og bidro, sammen med den høye rentedifferansen, til en fortsatt sterk krone.

²² Grunnen er at hvis pengepolitikken fullt ut skal motvirke virkningen på produksjon og sysselsetting av en nedgang i etterspørselen, må renten senkes tilstrekkelig. Det vil normalt føre til en svekkelse av valutakursen og økt importert inflasjon. En avveining mellom hensynet til inflasjonsmålet og hensynet til produksjon og sysselsetting vil innebære at renten settes ned noe, men ikke nok til å hindre en viss nedgang i aktivitetsnivået, mens inflasjonen øker noe som følge av depresieringen. Se for eksempel Røisland og Sveen (2005).

²³ Se leder i Inflasjonsrapport 2/2002.

²⁴ Årslønnsveksten i 2002 endte på 5¼ prosent, mens Norges Bank vurderte at en lønnsvekst på om lag 4,5 prosent var forenlig med inflasjonsmålet over tid. Se utdypingen «Hovedkursteorien i ny form» i Inflasjonsrapport 3/2002.

Den internasjonale lavkonjunkturen og styrkingen av kronen førte til en økning i arbeidsledigheten, og en inflasjon under målet. Næringer som solgte varer og tjenester til utlandet ble hardest rammet. Norges Bank responderte ved å sette ned renten fra 7 prosent i desember 2002 til 2,5 prosent ni måneder senere.

2004-2007: Positive tilbudssidesjokk og avveier mellom ulike hensyn

Den importerte prisveksten hadde vært lav i noen år, blant annet som følge av Kinas inntreden i verdenshandelen på begynnelsen av 2000-tallet. Men i 2003 falt den til rekordlave nivåer. Samtidig var lønnsveksten kommet ned, slik at også innenlandsk prisvekst ble moderat. Oljeprisen holdt seg høy. Sammen med stadig lavere importpriser ga dette en bedring i bytteforholdet overfor utlandet. I tillegg til en ekspansiv pengepolitikk bidro det til å bringe økonomien ut av lavkonjunkturen. Selv om veksten i produksjon og sysselsetting var høy, ble prisveksten holdt nede av den lave importerte inflasjonen. Det ga en avveining på kort sikt mellom inflasjonsmålet og hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting. Norges Bank satt ned foliorenten til 1,75 prosent i mars 2004 for å bringe inflasjonen gradvis opp til 2,5 prosent.

Etter hvert som prisveksten og aktiviteten i økonomien tok seg opp, ble også renten gradvis hevet «i små og ikke hyppige skritt».²⁵ I 2007 kom arbeidsledigheten ned på nivåer som den ikke hadde vært på siden høykonjunkturen på 1980-tallet, og inflasjonen begynte å ta seg opp mot målet. Mot slutten av 2007 økte imidlertid usikkerheten i verdensøkonomien som følge av at de første tegnene på den kommende finanskrisen for alvor begynte å vise seg.

Fram til 2004 hadde Norges Bank en horisont for å bringe inflasjonen tilbake til målet på normalt 2 år. I Inflasjonsrapport 2/2004 endret Norges Bank sin kommunikasjon om horisonten og skrev at «Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen på målet innen en rimelig tidshorisont – normalt 1-3 år.». I Pengepolitisk rapport 1/2007 ble horisonten gjort ytterligere fleksibel og endret til «å stabilisere inflasjonen nær målet på mellomlang sikt». Norges Banks prognoser for inflasjonen fortsatte imidlertid å ende på om lag 2,5 prosent ved enden av prognoseperioden (om lag tre år) fram til 2013. Etter dette har banken ofte lagt opp til å bruke noe lengre tid på å bringe inflasjonen mot målet.

Fram til Inflasjonsrapport 3/2005 hadde Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen vært betinget på enten uendret rente eller på markedets renteforventninger. For å gjøre handlingsmønsteret og avveingene klarere, begynte Norges Bank i Inflasjonsrapport 3/2005 å basere anslagene på sin egen prognose for renten, som også ble publisert. Norges Bank var den andre sentralbanken (etter Reserve Bank of New Zealand) som publiserte sine renteprognoser. Renteprognozen hadde både en positiv og normativ funksjon; den representerte Norges Banks beste anslag for den fremtidige renteutviklingen, og den representerte bankens avveining mellom de hensyn den skulle legge vekt på i pengepolitikken. Publisering av bankens renteprognoser ble godt mottatt av markedsaktørene, og erfaringene med slike prognoser har gjennomgående vært gode.²⁶ Publisering av renteprognoser har vært ett av flere tiltak for å øke åpenheten i pengepolitikken siden 2001. Økt åpenhet har også vært et markert utviklingstrekk blant sentralbanker internasjonalt de siste 20 årene.

I 2005 begynte Norges Bank også å omtale et sett med kriterier for en god utvikling i renten, se ramme under.

²⁵ Se for eksempel Gjedrem (2006).

²⁶ Se for eksempel Olsen (2014).

Ramme 2: Kriterier for en god fremtidig utvikling i renten

Skal pengepolitikken forankre inflasjonsforventningene på målet, må renten settes slik at inflasjonen beveger seg mot målet. Inflasjonen bør stabiliseres nær målet innen en rimelig tidshorisont, normalt 1-3 år. Av samme grunn bør dessuten inflasjonen være på vei mot målet i god tid før utløpet av treårsperioden.

Under forutsetning av at inflasjonsforventningene er forankret på målet, bør det også være et rimelig størrelsesforhold mellom inflasjonsgapet og produksjonsgapet fram til disse lukkes.¹ Fram i tid bør inflasjonsgapet og produksjonsgapet normalt ikke være positive eller negative samtidig.

Utviklingen i renten, særlig for de nærmeste månedene, bør gi en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon også med alternative, men realistiske forutsetninger om den økonomiske utviklingen og økonomiens funksjonsmåte.

Renten bør normalt endres gradvis, slik at vi kan vurdere virkningene av renteendringer og annen ny informasjon om den økonomiske utviklingen.

Rentesettingen må også ses i lys av utviklingen i eiendomspriser og kreditt. Store svingninger i disse størrelsene kan i sin tur gi en kime til ustabilitet i etterspørsel og produksjon på noe lenger sikt.

Videre kan det som en kryssjekk være nyttig å vurdere rentesettingen i lys av enkle pengepolitiske regler. Dersom renten avviker systematisk og mye fra enkle regler, bør årsakene til dette kunne forklares.

1. Inflasjonsgapet er differansen mellom den faktiske inflasjonen og inflasjonsmålet på 2,5 prosent. Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom faktisk og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.

Et annet tiltak for å øke åpenheten og bedre kommunikasjonen var å publisere «renteregnskap», som illustrerer bidragene fra ulike forstyrrelser til endringen i renteprognosen fra én rapport til den neste.²⁷ På denne måten ønsket man å klargjøre hvordan pengepolitikken responderer på ny informasjon.

²⁷ Renteregnskap ble første gang publisert i Pengepolitisk rapport 3/2007.

Da den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs i september 2008, gikk verdensøkonomien inn en svært kraftig nedgangskonjunktur. Usikkerheten om den fremtidige økonomiske utviklingen internasjonalt var uvanlig stor. Finanskrisen rammet naturlig nok også norsk økonomi. Oljeprisen falt markert, og kronen svekket seg.

I likhet med sentralbankene i andre industrialiserte land, responderte Norges Bank med kraftige kutt i styringsrenten – fra 5,75 prosent i september 2008 til 1,25 prosent i juni 2009. I tillegg ble det truffet ulike tiltak for å styrke tilgangen til likviditet for bankene. Samtidig ble finanspolitikken dreid i mer ekspansiv retning.

Norsk økonomi ble mindre rammet av den internasjonale finanskrisen enn de fleste andre industrialiserte land. Selv om arbeidsledigheten økte, ble ledigheten på det meste om lag 1 prosentenheter lavere enn den var i lavkonjunktoren i 2003. Det er flere grunner til det. Norsk økonomi var i en høykonjunktur da krisen rammet som verst; arbeidsledigheten var rekordlav, konsumprisindeksen var noe over målet og styringsrenten var litt høyere enn sitt normalnivå. I tillegg var ikke norske banker direkte eksponert mot de tapsbringende finansinstrumentene som var knyttet til amerikanske boliglån med lav kredittkvalitet. Råvareprisene falt, men tok seg raskt opp igjen, mye på grunn av at veksten i kinesisk økonomi holdt seg oppe. Handlingsrommet i finanspolitikken var betydelig som følge av en lengre periode med høye oljeinntekter. En markert svekkelse av kronen bidro også til å holde aktiviteten i norsk økonomi oppe.

Veksten i internasjonal økonomi fortsatte å være svært lav i årene som fulgte, blant annet som følge av statsgjeldskrisen i Europa i 2010- 2012. Den nedre grensen for renten begrenset handlingsrommet i pengepolitikken i mange land, og flere sentralbanker igangsatte storstilte oppkjøp av verdipapirer («kvantitative lettelser») for å stimulere etterspørselen.

De svært lave internasjonale rentene, som også reflekterte en nedgang i den nøytrale realrenten, bidro til å holde renten nede også i Norge. Samtidig bidro svake prisimpulser fra utlandet og fortsatt høy arbeidsinnvandring til lavt lønns- og inflasjonspress. Det lave rentenivået førte til at boligpriser og kreditt fortsatte å vokse raskere enn husholdningenes disponible inntekter, noe som ga økt risiko for en fremtidig kraftig korreksjon og fall i etterspørselen. Hensynet til å dempe oppbygging av finansielle ubalanser ble etter hvert mer eksplisitt i de pengepolitiske avveiningene.

Fra 2013 endret den pengepolitiske rapporten navn til *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet*. I tillegg til en vurdering av utsiktene for styringsrenten, inneholder rapporten en vurdering av behovet for en motsyklisk kapitalbuffer i bankene.

Som følge av de svært lave rentene internasjonalt og risikoen for at en oppbygging av finansielle ubalanser kan føre til fremtidig ustabilitet, ble den aktuelle horisonten for måloppnåelse forlenget i 2013 sammenliknet med det banken tidligere hadde lagt opp til i rentesettingen.

Oljeprisen begynte å falle høsten 2014, og den falt videre gjennom 2015. På sitt laveste, i begynnelsen av 2016, var den på mindre enn 30 prosent av nivået den hadde før den begynte å falle. Virkningene av fallet i oljeprisen og nedgangen i oljeinvesteringene har kommet gradvis til syne i fastlandsøkonomien. Veksten har avtatt og arbeidsledigheten økt.

Norges Bank reduserte styringsrenten gradvis fra 1,50 prosent i oktober 2014 til 0,50 prosent i mars 2016. Det bidro til å dempe nedgangen og til å lette omstillingene i norsk økonomi, blant annet ved å understøtte svekkelsen av kronekursen. I tillegg har lave renter bidratt til investeringer i boliger og næringsbygg og til å holde husholdningenes disponible inntekter oppe.

Etter den siste rentenedsettelsen i mars 2016 uttalte Norges Banks hovedstyre at det ikke ville utelukke at styringsrenten kunne bli negativ hvis norsk økonomi skulle bli utsatt for nye store forstyrrelser.²⁸ Det ble samtidig lagt vekt på at usikkerheten om virkningen av pengepolitikken øker når renten nærmer seg en nedre grense og at det taler for å gå mer varsomt fram i rentesettingen og reagere noe mindre på nyheter som endrer utsiktene for økonomien.

Etter et lite og kortvarig fall i boligprisene etter oljeprisfallet, fortsatte boligprisene å vokse raskere enn husholdningenes disponible inntekter, se figur 3.4.

5. Pengepolitikkenes rolle i den økonomiske utviklingen siden 2001

Det operative målet for pengepolitikken er en prisstigning som over tid er nær 2,5 prosent. Pengepolitikken skal samtidig bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Nedenfor beskrives utviklingen i inflasjon og i produksjon og sysselsetting, før og etter innføringen av inflasjonsmålet.

Den økonomiske utviklingen påvirkes av mange andre forhold enn pengepolitikken. Økonomien utsettes stadig for uventede forstyrrelser fra både tilbuds- og etterspørselssiden av økonomien som påvirker både inflasjonen og produksjonen. Samtidig vil strukturelle endringer kunne påvirke hvordan økonomien rammes av disse forstyrrelsene. Bidragene fra andre politikkområder vil også kunne variere over tid. Det er derfor krevende å vurdere hva som har vært pengepolitikkenes bidrag til utviklingen.

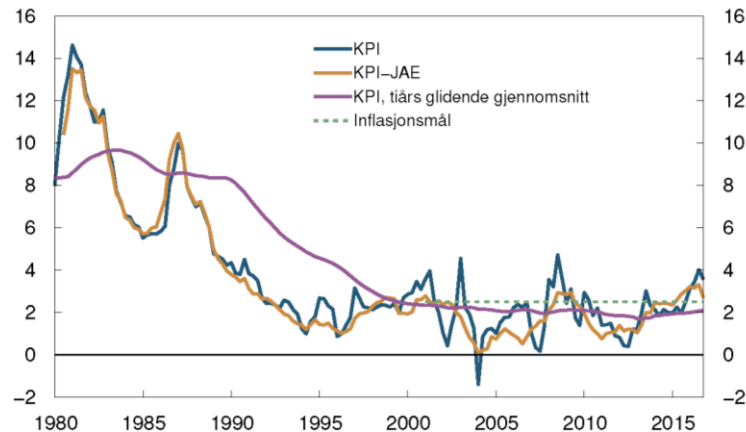
²⁸ Se Hovedstyrets vurdering i Pengepolitisk rapport 1/16.

5.1. Utviklingen i inflasjon og inflasjonsforventninger

5.1.1. Utviklingen i konsumprisene

Prisstigningen i Norge stabiliserte seg tidlig på 1990-tallet etter å ha falt fra et høyt nivå tiåret før, se figur 5.1. Det skyldes blant annet økt tillit til pengepolitikken og forhold på tilbudssiden av økonomien, herunder lønnsdannelsen. Inflasjonen blant Norges handelspartnere stabiliserte seg samtidig på et lavt nivå. Også etter innføringen av inflasjonsmålet i 2001 har prisveksten her hjemme holdt seg lav.

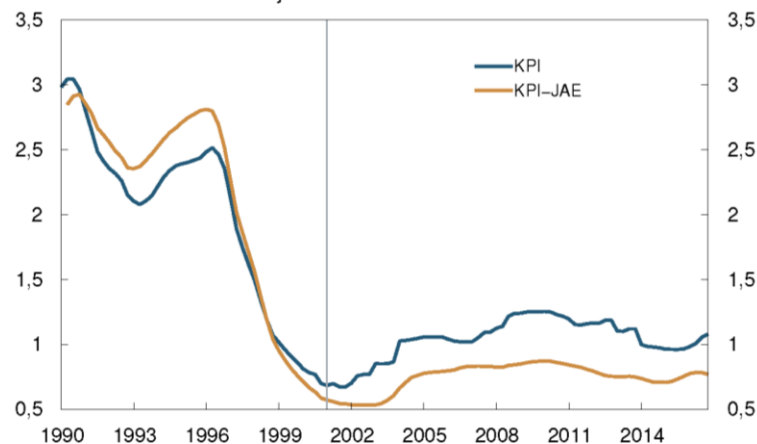
Figur 5.1 Konsumpriser.
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 1980 – 4. kv. 2016¹⁾



1) For 2003 benyttes Norges Banks beregnede serie for KPI-JAE.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Konsumprisene, målt ved KPI, har i gjennomsnitt økt med om lag 2 prosent årlig siden 2001. Avviket fra 2,5 prosent må ses i sammenheng med at norsk økonomi særlig er blitt rammet av forstyrrelser som har trukket inflasjonen ned, se avsnitt 3. I tillegg er inflasjonsstyringen blitt praktisert fleksibelt. Det vil si at forløpet for inflasjonen er blitt vurdert opp mot utviklingen i produksjon og sysselsetting. De siste årene har også hensynet til å motvirke finansielle ubalanser som kan øke faren for en brå nedgang i etterspørselen fram i tid, blitt tillagt vekt i rentesettingen.

Figur 5.2 Variasjon i konsumpriser. Målt ved glidende ti års gjennomsnitt av standardavviket¹⁾ til firekvartalersveksten i inflasjonen. Prosentenheter. 1. kv. 1990 – 4. kv. 2016



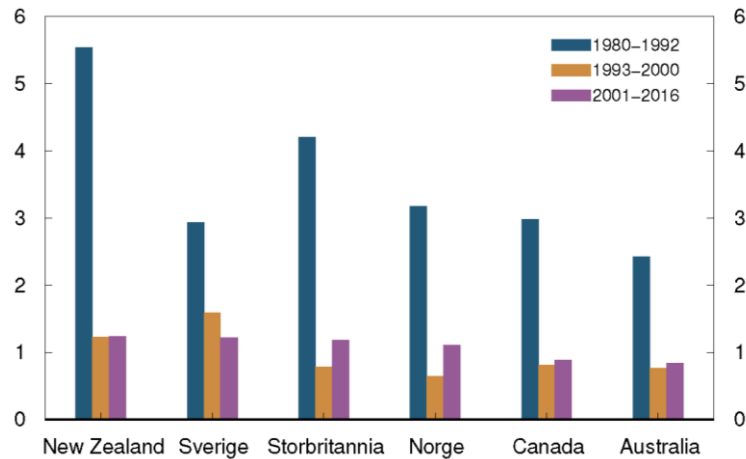
1) Standardavvik er et mål for spredningen av verdiene i en tidsserie, og gir informasjon om hvor langt de enkelte observasjonene i gjennomsnittet befinner seg fra gjennomsnittsverdien.
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisveksten har holdt seg nokså stabil siden 2001, se figur 5.2. Svingningene i inflasjonen har vært vesentlig mindre enn på 1970- og 1980-tallet. Samtidig har variasjonen i konsumprisveksten vært noe større etter innføringen av inflasjonsmålet

enn i de ti foregående årene. Det må ses i sammenheng med at svingningene i energiprisene har økt i denne perioden. Målt ved veksten i konsumprisindeksen justert for avgifter og uten energivarer er økningen i variasjonen mer beskjeden. Svingningene må også ses i lys av de forstyrrelsene økonomien er blitt utsatt for. Selv om svingningene har vært noe større enn på 1990-tallet, synes svingningene å være mer kortvarige etter innføringen av inflasjonsmål.²⁹

Variasjonen i prisveksten siden 2001 er om lag på nivå med det vi observerer i sammenliknbare land som praktiserer fleksibel inflasjonsstyring, se figur 5.3.³⁰

Figur 5.3 Variasjon i KPI. Målt ved standardavviket til firekvartalsveksten i inflasjonen. Prosentenheter. 1. kv. 1980 – 4. kv. 2016



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Også ute har variasjonen etter 2001 vært på nivå med svingningene på 1990-tallet, og betydelig lavere enn på 1980-tallet.³¹

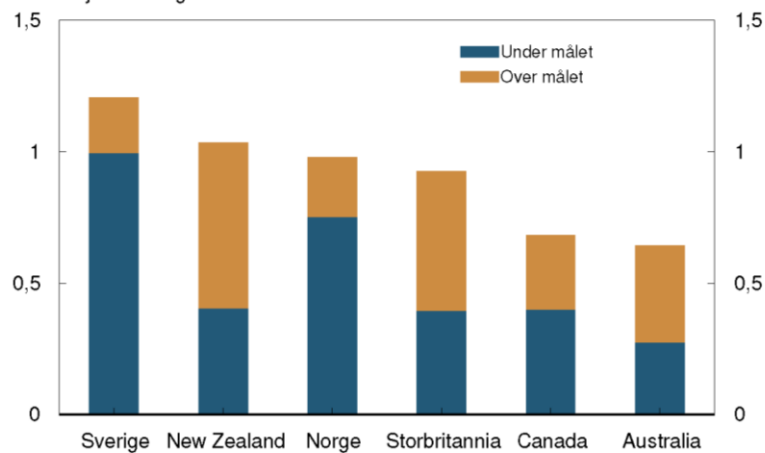
Forskjellen mellom faktisk firekvartalersvekst i KPI og 2,5 prosent har i gjennomsnitt vært på om lag 1 prosentenheter siden 2001, se figur 5.4. Det er på linje med den gjennomsnittlige måloppnåelsen i andre land med inflasjonsmål for pengepolitikken.

²⁹ Akram og Mumtaz (2015).

³⁰ Variabiliteten i inflasjon og produksjon på tvers av land må blant annet ses i lys av graden av åpenhet og hvor store endringer i bytteforholdet landene har opplevd. En mer åpen økonomi, der eksport og import utgjør en relativt større del av samlet produksjon, vil være mer utsatt for svingninger i priser og etterspørsel på internasjonale markeder. Sammenliknet med andre land som driver inflasjonsstyring, har Norge en relativt åpen økonomi og har opplevd forholdsvis store svingninger i bytteforholdet.

³¹ I notatet sammenlikner vi ikke utviklingen i Norge med utviklingen i land som ikke praktiserer inflasjonsstyring. En slik sammenlikning gjøres blant annet i Banerjee, Cecchetti, og Hofman (2013).

Figur 5.4 Gjennomsnittlig absolutt avvik fra inflasjonsmålet.¹⁾ Fordelt på bidrag til avviket fra inflasjon over og under målet. Prosentenheter. 1. kv. 2001 – 3. kv. 2016

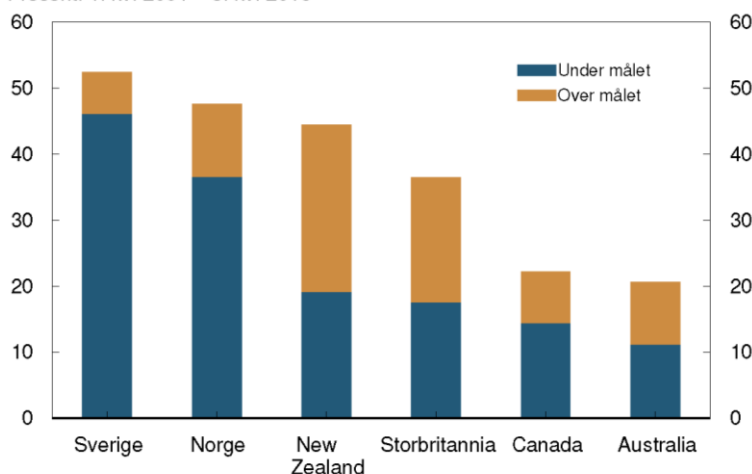


¹⁾ For hvert land er målindeksen for pengepolitikken brukt. For Australia er det lagt til grunn et punktmål for inflasjonen på 2,5 prosent.
Kilder: Thomson Reuters, nasjonale statistikkbyråer og sentralbanker og Norges Bank

Sammen med Sverige, skiller Norge seg ut ved at det særlig er inflasjon under målet som har bidratt til avvik fra inflasjonsmålet. I de andre landene med inflasjonsmål, er fordelingen av avvik under og over målet mer jevn. Denne forskjellen kan blant annet ha sammenheng med at Norge og Sverige har et forholdsvis høyt kostnadsnivå og er forholdsvis mer åpne for internasjonal handel. Det kan ha gjort at den økte tilgangen på varer fra lavkostnadsland som Kina slo inn raskere i prisene i Norge og Sverige. I Norge har også kronen styrket seg i lange perioder etter 2001.

I begynnelsen av inflasjonsmålsperioden pekte Norges Bank på at de historiske erfaringene tilsa at prisveksten ville holde seg innenfor et intervall på +/- 1 prosentenheter rundt målet i fire av fem år.³² Inflasjonen har variert mer enn det Norges Bank så for seg i 2001. I nesten halvparten av tiden har inflasjonen vært mer enn én prosentenheter unna målet, se figur 5.5. Det er en noe høyere andel av tiden enn de fleste andre sammenlignbare land med inflasjonsmål.

Figur 5.5 Avvik fra inflasjonsmålet. Prosentandel av tiden inflasjonen har vært én prosentenheter eller mer over eller under inflasjonsmålet.¹⁾ Prosent. 1. kv. 2001 – 3. kv. 2016



¹⁾ For hvert land er målindeksen for pengepolitikken brukt. For Australia er det lagt til grunn et punktmål for inflasjonen på 2,5 prosent.
Kilder: Thomson Reuters, nasjonale statistikkbyråer og sentralbanker og Norges Bank

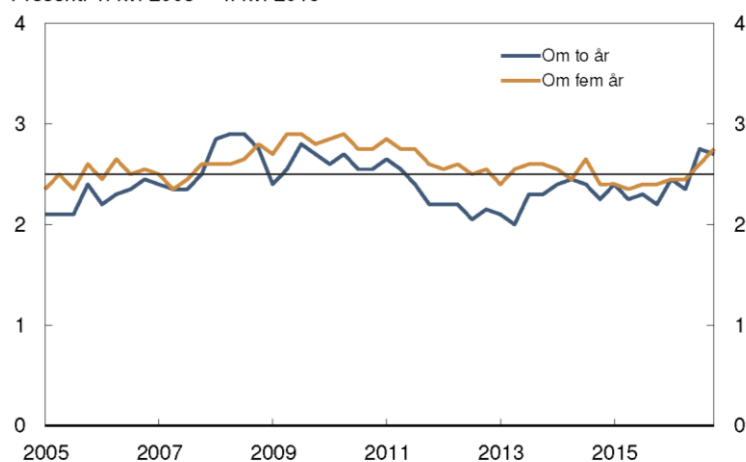
³² Se for eksempel Norges Banks årsrapport for 2003. Norges Bank understreket da at anslaget bygget på erfaringer i en periode som var preget av lav og stabil inflasjon i OECD-landene.

5.1.2. Inflasjonsforventninger

Forankrede inflasjonsforventninger bidrar i seg selv til å stabilisere inflasjonen og gjør det mulig for sentralbanken å bidra til å stabilisere forløpet for produksjon og sysselsetting. Når inflasjonsforventningene er forankret, vil også en endring i styringsrenten ha en sterkere og mer forutsigbar virkning på realrenten, som er den renten som er viktigst for de fleste økonomiske beslutninger.

Inflasjonsforventningene er forankret når publikums forventninger om prisvekst på mellomlang og lang sikt er stabile nær inflasjonsmålet. Inflasjonsforventningene, slik de kommer til uttrykk i forventningsundersøkelser, har holdt seg nær 2,5 prosent siden 2001, se figur 5.6.³³ Forventningene til prisveksten på fem års sikt har i gjennomsnitt vært 2,6 prosent i denne perioden, mens de på to års sikt har vært 2,4 prosent.

Figur 5.6 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.¹⁾
Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2016



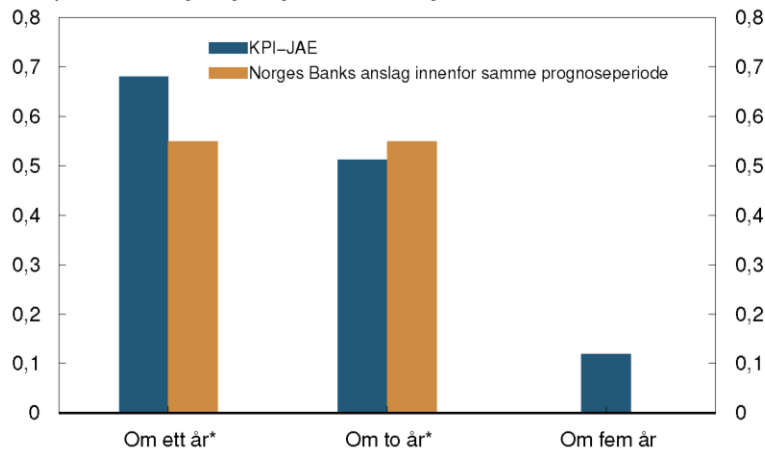
1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademien.
Kilder: Epinion og Norges Bank

Et vanlig mål på om inflasjonsforventningene er forankret er at inflasjonsforventningene på lengre sikt i liten eller ingen grad er påvirket av den løpende utviklingen i inflasjonen. Inflasjonsforventninger på fem års sikt, målt ved forventningsundersøkelser, har variert lite siden 2001 og har ikke en statistisk signifikant sammenheng med den løpende konsumprisveksten, se figur 5.7.³⁴ Det kan tyde på at forventningene er godt forankret på målet.

³³ Epinions forventningsundersøkelse, Consensus Economics, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Norges Banks regionale nettverk og SSBs konjunkturbarometer samler inn data for norske inflasjonsforventninger. Av disse er det forventningsundersøkelsen, som gjennomføres hvert kvartal av selskapet Epinion på vegne av Norges Bank, som har størst utvalg. I undersøkelsen spørres husholdninger, næringslivsledere, akademikere, arbeidslivsorganisasjoner og finansøkonomer blant annet om sine inflasjonsforventninger på kort og mellomlang sikt. I omtalene av inflasjonsforventninger tar vi derfor utgangspunkt i denne undersøkelsen.

³⁴ Korrelasjonen med inflasjonsforventningene fem år fram er ikke statistisk signifikant (på fem prosents nivå). Det vil si, at gitt størrelsen på utvalget, kan den faktiske korrelasjonen være null, selv om den målte korrelasjonen er litt større enn null.

Figur 5.7 Korrelasjon¹⁾ mellom inflasjonsforventninger²⁾ og KPI-JAE og mellom inflasjonsforventninger og Norges Banks anslag³⁾.



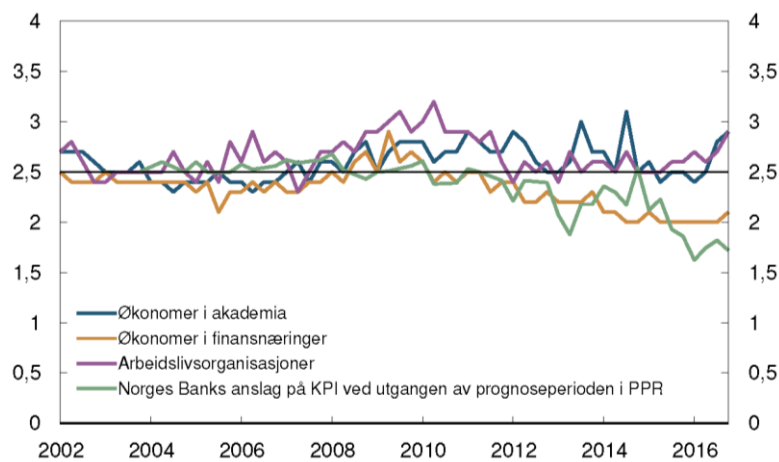
1) Korrelasjon er et mål på samvariasjonen mellom to variable og måles som en koeffisient fra +1 (positiv korrelasjon) til -1 (negativ korrelasjon). En koeffisient på 0 vil si at det ikke er noen sammenheng mellom variablene.
2) Gjennomsnittet av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademien.
3) Korrelasjon mellom anslag for inflasjon om 12 måneder for inflasjonsforventninger på ett års sikt og anslag på inflasjonen om 24 måneder for inflasjonsforventninger på to års sikt.
* Indikerer at korrelasjonen er signifikant på ett prosents nivå.
Kilder: Epinion og Norges Bank

Inflasjonsforventninger innenfor horisonter opp til to år korrelerer med løpende inflasjon. Prisveksten vil i perioder avvike fra 2,5 prosent, dels som følge av forbigående forstyrrelser og dels som følge av de avveiningene som gjøres i pengepolitikken. Ofte vil det ta tid før inflasjonen ventes å komme tilbake til inflasjonsmålet. Selv med tillit til pengepolitikken vil derfor aktørene i økonomien kunne legge til grunn en annen prisvekst enn 2,5 prosent på kort sikt.

Inflasjonsforventningene innenfor perioder opp mot to år korrelerer også godt med Norges Banks anslag for prisveksten innenfor de samme horisontene, se figur 5.7.

De siste par årene har Norges Banks anslag for konsumprisveksten ved utgangen av prognoseperioden i de pengepolitiske rapportene vært noe lavere enn 2,5 prosent, se figur 5.8.

Figur 5.8 Forventet konsumprisvekst om fem år og Norges Banks anslag på veksten i KPI ved utløp av prognoseperioden i de pengepolitiske rapportene. Firekvartalersvekst. 1. kv. 2002 – 4. kv. 2016



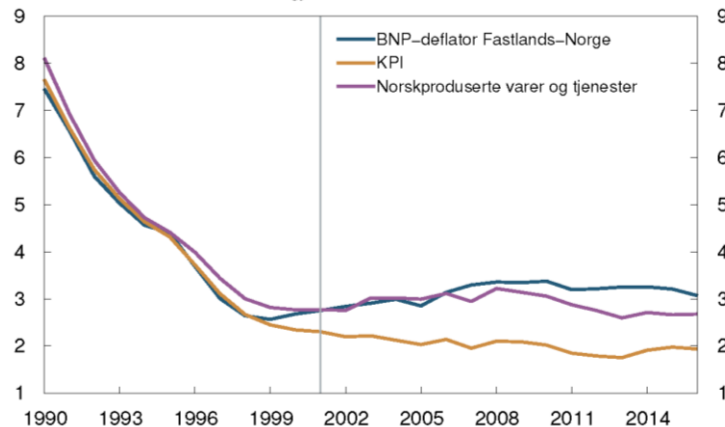
Kilder: Epinion og Norges Bank

Det ser ikke ut til å ha slått ut i de langsiktige inflasjonsforventningene samlet sett. For økonomer i finansnæringen har imidlertid inflasjonsforventningene, målt ved forventningsundersøkelser, falt noe siden 2012. Forventningene til denne gruppen på fem års sikt har ligget nær Norges Banks lengste anslag i denne perioden.

5.1.3. Andre mål på nominell stabilitet

Konsumprisindeksen fra Statistisk sentralbyrå er en levekostnadsindeks. Den gir uttrykk for hvilken inntektskompensasjon som er nødvendig for at en gjennomsnittlig husholdning skal opprettholde sin levestandard når prisene på varer og tjenester endres. Indeksen fanger opp utviklingen i prisene både på norskproduserte og utenlandskproduserte varer og tjenester.

Figur 5.9 KPI, BNP-deflator for Fastlands-Norge og norskproduserte varer og tjenester i KPI. Årsvekst. Glidende ti års gjennomsnitt. Prosent. 1990 – 2016



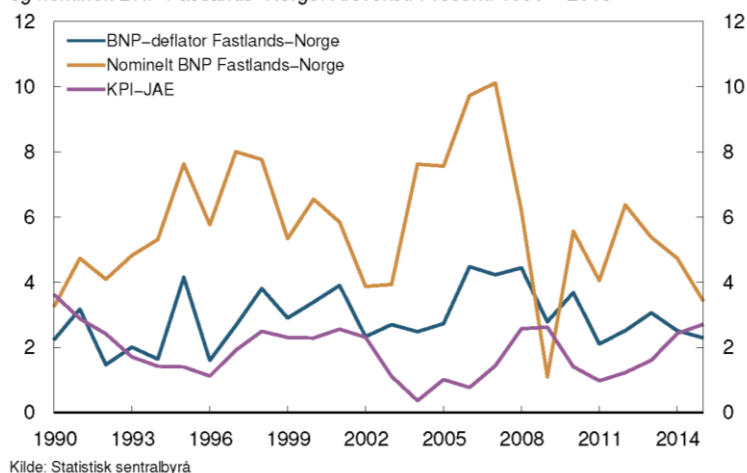
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester i konsumprisindeksen henger over tid tett sammen med kostnadsutviklingen i norske bedrifter. Disse prisene korrelerer derfor tettere med den innenlandske konjunktursituasjonen enn den samlede konsumprisveksten. I gjennomsnitt har prisene på norskproduserte varer og tjenester økt med 2,7 prosent i året siden 2001, se figur 5.9. Det er om lag 0,7 prosentenheter høyere enn den gjennomsnittlige veksten i KPI. Forskjellen skyldes at prisene på importerte konsumvarer i gjennomsnitt har falt med 0,3 prosent per år i denne perioden.

Et bredere mål på innenlandsk prisvekst er BNP-deflatoren. Den fanger opp prisendringer i samtlige sektorer i økonomien, og ikke bare prisene på konsumvarer og tjenester rettet mot husholdningene. BNP-deflatoren har i gjennomsnitt økt med 3,1 prosent i året siden 2001. Prisveksten i deler av økonomien har dermed i gjennomsnitt vært høyere enn det som gjenspeiles i konsumprisene på norskproduserte varer og tjenester. Det har sammenheng med bedringen i bytteforholdet i perioden fram til 2014, og høy lønnsomhet i bedrifter med leveranser til oljevirksomheten.³⁵

³⁵ Se for eksempel Nordbø og Stensland (2015).

Figur 5.10 KPI-JAE, BNP-deflator for Fastlands-Norge og nominelt BNP Fastlands-Norge. Årsvekst. Prosent. 1990 – 2015



Lav underliggende konsumprisvekst har tidvis gått sammen med høy nominell BNP-vekst, se figur 5.10. Det gjelder særlig i perioden 2004-2007 og i årene 2011-2013. Disse periodene var preget av bedring i bytteforholdet, kronestyrking og lav importert prisvekst. For å unngå store svingninger i realøkonomien valgte Norges Bank i disse periodene å bruke lenger tid på å få inflasjonen tilbake til målet.

5.2. Utviklingen i produksjon og sysselsetting

I forskriften om pengepolitikken heter det at pengepolitikken skal bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

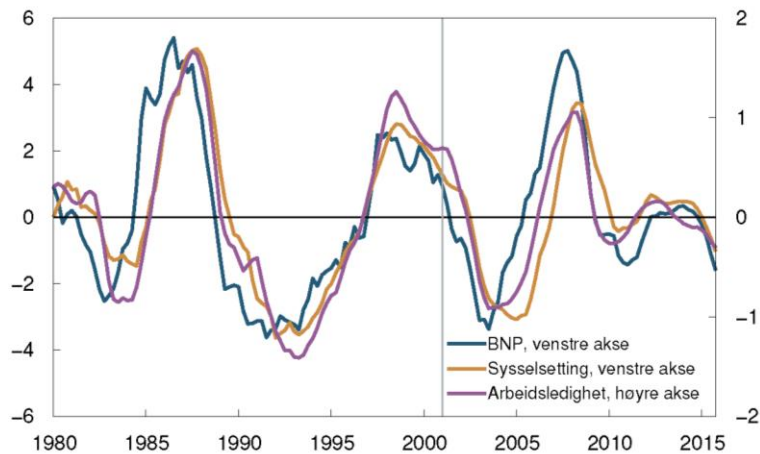
Over tid øker produksjonspotensialet i økonomien som følge av vekst i arbeidsstyrken og økning i produktiviteten. Stabilisering av aktivitetsnivået innebærer å unngå store avvik fra dette produksjonspotensialet. Forskjellen mellom det faktiske nivået på produksjonen og produksjonspotensialet betegnes som produksjonsgapet eller kapasitetsutnyttningen i økonomien. Den potensielle produksjonen er ikke observerbar.

Norges Bank baserer sine vurderinger av produksjonspotensialet på et bredt analyseapparat, herunder trendberegninger av BNP, sysselsetting og arbeidsledighet.³⁶ Det har vært betydelige svingninger i økonomien også etter at inflasjonsmålet ble innført, men variasjonen har vært forholdsvis liten etter finanskrisen, se figur 5.11.³⁷

³⁶ Se Sturød og Hagelund (2012) og utdypingen «Arbeidsledighet og kapasitetsutnyttning» i Pengepolitisk rapport 4/16.

³⁷ De potensielle nivåene er anslått med et HP-filter med $\lambda = 40\,000$. For BNP er dette i tråd med SSBs beregninger av trendavvik, se boks 2.3 i *Økonomisk Analyse 4/2014*. Et alternativ til variasjonen i produksjonsgap kunne være å måle variasjonen i årlig vekst. Slike beregninger kan imidlertid bli sterkt påvirket av utviklingen i et enkelt år. Det markerte, men kortvarige fallet i produksjonen i Norge i 2009 dominerer slike beregninger for perioden 2001-2015.

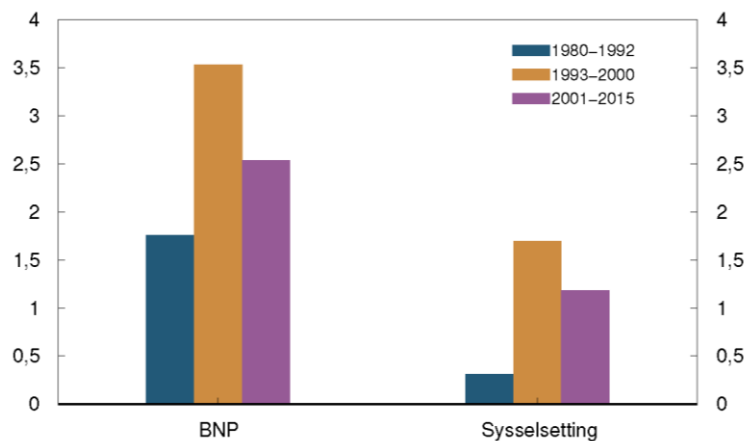
Figur 5.11 Produksjon, sysselsetting og registrert arbeidsledighet.
Avvik fra trend¹⁾. 1. kv. 1980 – 4. kv. 2015



1) Trenden er anslått med et HP-filte med $\lambda=40\,000$. Beregningen er basert på tallserier fra 4. kv. 1978 – 3. kv. 2016. Avviket fra trend er glattet tre kvartaler.
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Veksten i norsk økonomi var høy fra 1993 til 2000, se figur 5.12.

Figur 5.12 Gjennomsnittlig årlig vekst i BNP og sysselsetting for Fastlands-Norge.
1980 – 2015

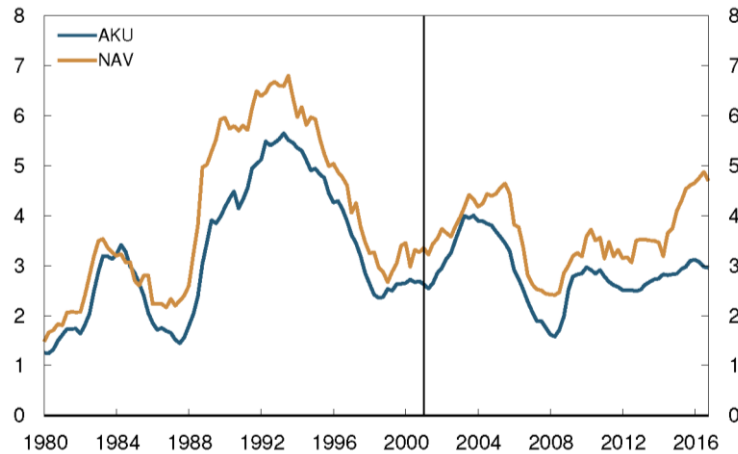


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Den sterke veksten fortsatte fram til finanskrisen og må ses i sammenheng med en markert oppgang i oljeprisen og økt arbeidsinnvandring. Etter konjunkturtoppen ved årsskiftet 2007/2008 har veksten i økonomien gjennomgående vært lavere, blant annet som følge av finanskrisen og fall i oljeprisen.

Arbeidsledigheten har variert rundt et forholdsvis lavt nivå siden 2001, se figur 5.13. I gjennomsnitt har NAV-ledigheten vært 2,9 prosent mens AKU-ledigheten har vært 3,7 prosent. Dette er klart lavere enn på 1990-tallet.

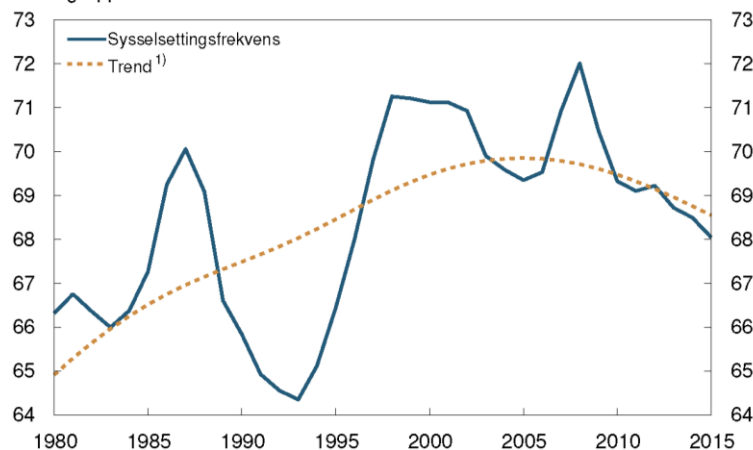
Figur 5.13 Arbeidsledighet. Prosent av arbeidsstyrken. 1. kv. 1980 – 4. kv. 2016



Kilder: NAV og Statistisk sentralbyrå

Sysselsettingen som andel av befolkningen viste en stigende trend fram til midten av 2000-tallet, se figur 5.14. Det hadde sammenheng med økt sysselsetting blant kvinner. I det siste tiåret har trenden falt, blant annet som følge av at befolkningen blir eldre. Eldre aldersgrupper har lavere yrkesdeltakelse. Sysselsettingsfrekvensen har svingt rundt trenden i takt med konjunktorene. Variasjonen synes imidlertid å ha vært forholdsvis små siden 2001.

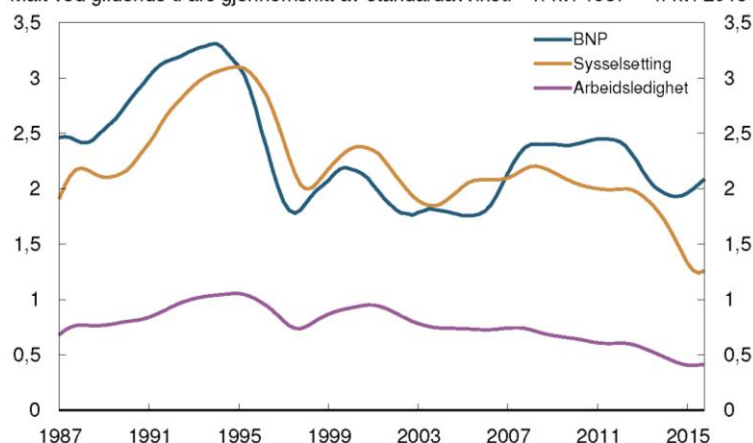
Figur 5.14 Sysselsetting som andel av befolkningen. Aldersgruppen 15–74 år. 1980 – 2015



1) Trenden er anslått med et HP-filte med $\lambda=1000$. Beregningene er basert på tallserie fra 1972 – 2019. Anslag for 2016 til 2019 fra PPR 4/16.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Målt som avvik fra trend ser det ut til at den realøkonomiske utviklingen samlet sett er blitt noe mer stabil etter at inflasjonsstyring ble innført, se figur 5.15. Variasjonen i sysselsetting og ledighet er i gjennomsnitt blitt noe redusert. Variasjonen i produksjonen har vært om lag som på siste del av 1990-tallet, men tok seg midlertidig opp i forkant av finanskrisen.

Figur 5.15 Variasjon i avvik fra trend i produksjon, sysselsetting og arbeidsledighet.¹⁾
Målt ved glidende ti års gjennomsnitt av standardavviket.²⁾ 1. kv. 1987 – 4. kv. 2015



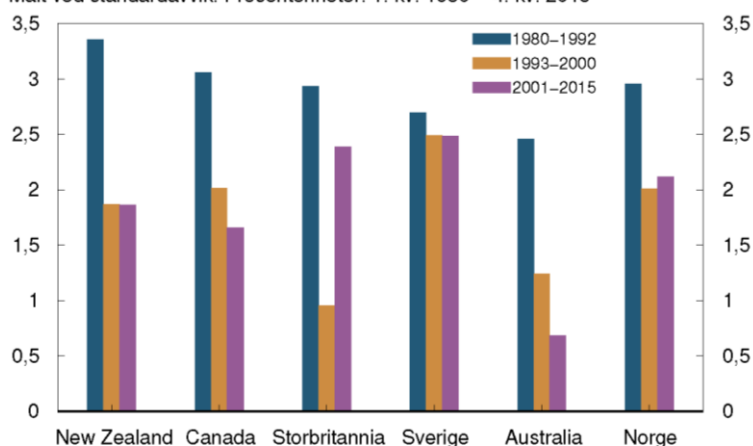
1) Trenden er anslått med et HP-filte med $\lambda=40\,000$.

2) Det glidende gjennomsnittet er sentrert på siste kvartal.

Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Også i andre land er den realøkonomiske utviklingen gjennomgående blitt noe mer stabil siden inflasjonsstyring ble innført, se figur 5.16. I Sverige har variasjonen i produksjonen vært om lag uendret. I Storbritannia var det en klar nedgang i den første perioden etter at inflasjonsmålet ble innført, men i de siste 15 årene har volatiliteten økt. Australia har utmerket seg med en svært stabil utvikling i produksjonen. Den gjennomsnittlige variasjonen i BNP-gapet i Norge har vært om lag på linje med et gjennomsnitt av variasjonen i de andre landene.

Figur 5.16 Variasjon i produksjonsgapet.¹⁾
Målt ved standardavvik. Prosentenheter. 1. kv. 1980 – 4. kv. 2015



1) Trenden i BNP er anslått med et HP-filte med $\lambda=40\,000$. Beregningene er basert på tallserier fra 1. kv. 1978 – 3. kv. 2016.

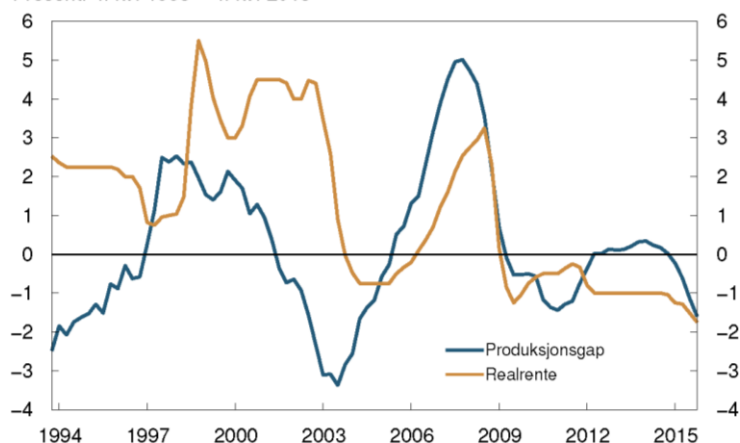
Kilder: OECD, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Pengepolitikken har samlet sett bidratt til å stabilisere produksjon og sysselsetting. I Norge har renten i hovedsak vært konjunkturdempende, særlig etter 2005, se figur 5.17. Renten ble satt raskt og mye ned under finanskrisen. Etter oljeprisfallet i 2014 ble renten redusert ytterligere fra et lavt nivå. Den lave renten understøttet den markerte svekkelsen av kronekursen. Svekkelsen av kronen ga ikke krav om lønnskompensasjon og førte ikke til en vesentlig økning i inflasjonsforventningene.

I årene 2002-2005 kan pengepolitikken ha bidratt til å forsterke svingningene i realøkonomien. I 2002 ble renten holdt oppe som følge av at lønnsveksten var høyere enn det som ble vurdert å være forenelig med inflasjonsmålet over tid. I perioden 2004-2005 økte kapasitetsutnyttningen, mens renten ble holdt lav av hensyn til å bringe inflasjonen opp til målet innenfor en rimelig tidshorison.

Svingningene i realøkonomien påvirkes av mange andre forhold enn pengepolitikken. Som nevnt har økonomien blitt utsatt for store økonomiske sjokk etter 2001. Samtidig kan økonomien ha fått bedre evne til å absorbere økonomiske sjokk. For eksempel kan økt arbeidsinnvandring ha bidratt til større fleksibilitet i arbeidstilbudet. Finanspolitikken kan i større grad enn tidligere ha bidratt til stabilisering av realøkonomien. Under finanskrisen og etter oljeprisfallet i 2014 har finanspolitikken i Norge bidratt til å dempe nedgangen i aktiviteten.

Figur 5.17 Produksjonsgap¹⁾ og realrente²⁾.
Prosent. 4. kv. 1993 – 4. kv. 2015

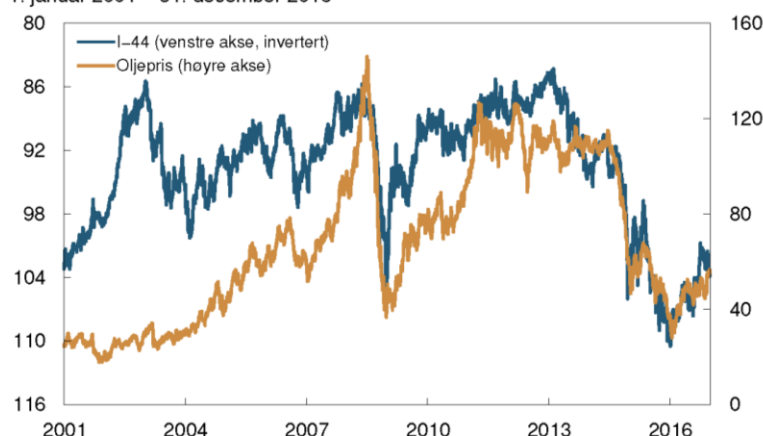


1) Produksjonsgapet er anslått med et HP-filter med $\lambda=40\ 000$. Produksjonsgapet er glattet tre kvartaler.
2) Follorenten minus 2,5 prosent.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

5.3. Utviklingen i kronen siden 2001

Norges Bank har ikke et bestemt mål for nivået på kronkursen. Utviklingen i kronen har likevel stor betydning når renten blir fastsatt, fordi kursen påvirker inflasjonen og produksjonen.

Figur 5.18 Oljepris¹⁾ og importveid valutakursindeks (I-44)²⁾.
1. januar 2001 – 31. desember 2016

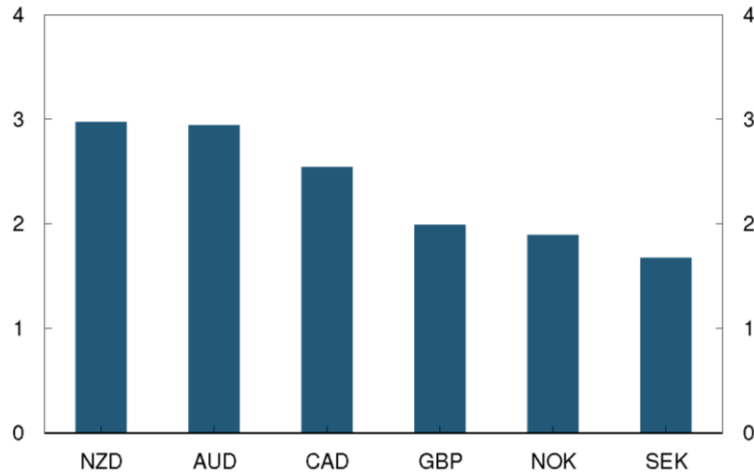


1) USD per fat.
2) Stigende kurve betyr sterkere kurs.
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Kronen har siden innføringen av inflasjonsmålet i 2001 virket som en støtdemper for de forstyrrelsene norsk økonomi er blitt utsatt for. Etter en markert svekkelse gjennom 2003, styrket den importveide kronen seg gradvis i årene fram mot finanskrisen, se figur 5.18. Gjennom 2008 svekket kursen seg markert. Det bidro til å styrke

konkurranssevnen og til å holde inflasjonen oppe. Deler av kronesvekkelsen ble raskt reversert etter hvert som oljeprisen tok seg opp igjen. Kronen styrket seg gradvis fram til vinteren 2013. Kursen var da på de sterkeste nivåene siden før devalueringen i 1986. I tillegg til bedringen i bytteforholdet, førte en positiv rentedifferanse mot utlandet til økt etterspørsel etter norske kroner. Oljeprisfallet i 2014 førte igjen til en markert svekkelse av kronen.

Figur 5.19 Valutakurser. Standardavvik for månedlige endringer i effektive valutakurser. Prosent. 2001 – 2016



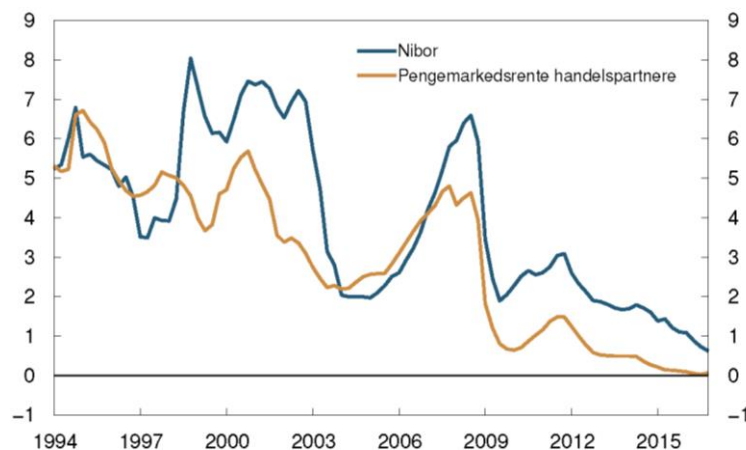
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Kronekursen peker seg ikke ut som spesielt volatil, se figur 5.19. Sammenliknet med andre typiske råvarevalutaer, som australske og newzealandske dollar, er svingningene i kronen relativt små, og om lag på nivå med svingningene for britiske pund og svenske kroner.

Renten settes for å stabilisere utviklingen i norsk økonomi. Samtidig påvirkes styringsrenten her hjemme av rentenivået ute, særlig gjennom kronekursen. En stor rentedifferanse, positiv eller negativ, kan føre til kursutslag som gjør det vanskelig å stabilisere inflasjonen og produksjonen. Den største rentedifferansen vi har hatt mot utlandet kom tidlig i perioden med inflasjonsstyring, se figur 5.20.

Pengemarkedsrenten her hjemme var da nærmere fire prosentenheter høyere enn hos handelspartnerne. Etter 2003 har rentedifferansen holdt seg innenfor intervallet -0,6 – 2,0 prosentenheter.

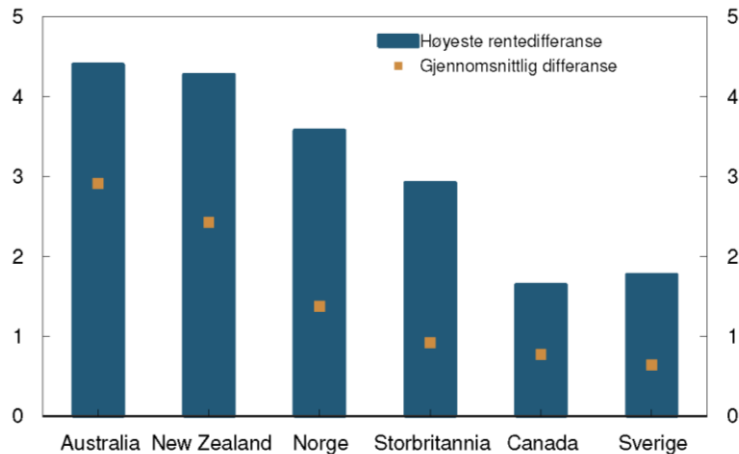
Figur 5.20 Tremåneders pengemarkedsrenter hos handelspartnerne¹⁾ og i Norge (Nibor). Prosent. 1. kv. 1994 – 4. kv. 2016



1) Aggregat for handelspartnerens renter er beskrevet i *Norges Bank Memo 2/2015*.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Rentedifferansen Norge har hatt overfor handelspartnerne har vært på linje med gjennomsnittet av det vi observerer for andre land som praktiserer inflasjonsstyring, se figur 5.21. Samtidig er forskjellen mellom landene relativt stor. Mens renten i Sverige har fulgt renteutviklingen ute tett, har Australia i gjennomsnitt hatt en rentedifferanse overfor sine handelspartnere på nærmere tre prosentenheter.

Figur 5.21 Absolutt rentedifferanse mot utlandet.¹⁾ 2001 – 2016



1) Gjennomsnittlig absolutt avvik mellom pengemarkedsrenten i det enkelte landet og et gjennomsnitt av rentene hos landets handelspartnere.

Kilder: Thomson Reuters og sentralbankene i de ulike landene

6. Har pengepolitikken vært tilpasset utviklingen i inflasjon og realøkonomi?

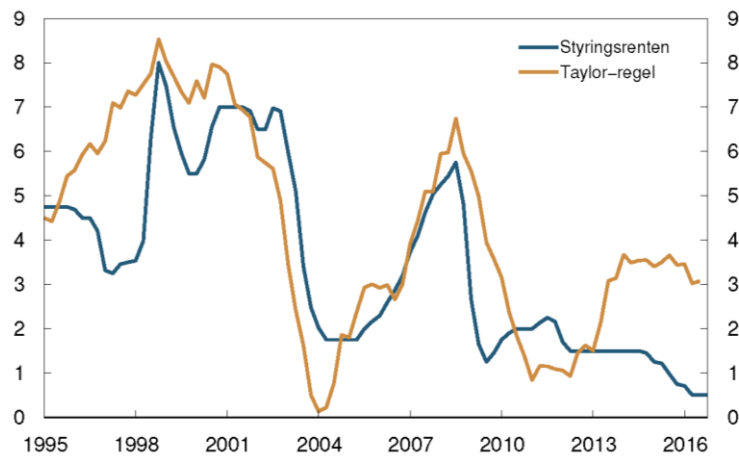
I pengepolitikken må sentralbanken ofte foreta en avveining mellom hensynet til stabilitet i inflasjon og stabilitet i produksjon og sysselsetting. Det eksisterer ingen objektiv referanse for hvordan pengepolitikken bør avveie disse hensynene og som kan brukes for å vurdere den pengepolitikken som har vært ført. I litteraturen blir imidlertid den såkalte Taylor-regelen ofte brukt som en normativ referanse.³⁸ Taylor-renten er ikke et uttrykk for «optimal» pengepolitikk, men kan ses på som en indikator for en robust pengepolitikk som bidrar til å stabilisere inflasjonen og produksjonen ved hjelp av et begrenset informasjonsgrunnlag.³⁹ Regelen er i mindre grad basert på spesifikke forutsetninger, og er derfor i prinsippet mer robust overfor feilaktige antagelser, enn pengepolitikken i praksis.⁴⁰ En slik regel kan derfor være en nyttig kryssjekk i pengepolitikken. Sentralbankers styringsrenter vil generelt avvike en del fra Taylor-renten fordi pengepolitikken er basert på vesentlig mer informasjon og antagelser enn Taylor-regelen. Store og langvarige avvik i renten fra Taylor-renten kan imidlertid være en indikasjon på at renten ikke har vært godt tilpasset den innenlandske økonomiske situasjonen.

³⁸ Taylor-renten kan skrives som: $i = \pi^* + r^* + 1,5 \cdot (\pi - \pi^*) + 0,5 \cdot y$, hvor i er nominell rente, r^* nøytral realrente π^* er inflasjonsmålet, π er faktisk inflasjon og y er produksjonsgapet.

³⁹ Regelen krever imidlertid at man må anslå nøytral realrente og produksjonsgapet. Slike anslag er usikre og må være basert på noen antagelser.

⁴⁰ Se Taylor og Williams (2010). Hoen (2012) og Mæhlum (2012) analyser robusthetsegenskapene ved enkle regler som Taylor-regelen i forhold til modelleusikkerhet basert på modeller for norsk økonomi.

Figur 6.1 Styringsrenten og rente gitt ved Taylor-regelen.
Prosent. 1. kv. 1995 – 4. kv. 2016



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 6.1 viser utviklingen i Taylor-renten og den faktiske styringsrenten.⁴¹ Det har vært en forholdvis nær sammenheng mellom dem i store deler av perioden, selv om styringsrenten har ligget nærmere Taylor-renten i perioden etter 2001 enn den gjorde før inflasjonsmålet ble innført. To perioder med betydelig avvik skiller seg ut. Fra 1995 til 1998 var styringsrenten klart lavere enn Taylor-renten. I denne perioden gjorde valutakursmålet at pengepolitikken ble mer ekspansiv enn innenlandske forhold skulle tilsi.⁴²

De siste årene har også styringsrenten vært markert lavere enn Taylor-renten. Den enkle regelen er basert på den løpende utviklingen i inflasjon og produksjon og tar ikke hensyn til anslag for den fremtidige økonomiske utviklingen. Prisveksten tok seg opp gjennom 2013 og har siden ligget nær og noe over 2,5 prosent. Samtidig har drivkreftene for inflasjonen lenger fram vært moderate. Det er blitt tillagt vekt i rentesettingen, men fanges ikke opp av den enkle regelen. Den siste tiden har Taylor-renten falt. Det har sammenheng med avtakende prisvekst.

De siste årenes avvik fra Taylor-regelen kan også ses på som en illustrasjon av utfordringene de uvanlig lave rentene internasjonalt utgjør for pengepolitikken i en liten åpen økonomi.

7. Erfaringer

Rammeverket for pengepolitikken har fungert godt. Inflasjonsmålet har sørget for forankring av inflasjonsforventningene. Samtidig har rommet for fleksibilitet og skjønnsutøvelse vært tilstrekkelig til at pengepolitikken har kunnet dempe utslagene i produksjon og sysselsetting når forstyrrelser har inntruffet, særlig i årene etter 2005.

⁴¹ Nøytral realrente, r^* , tar utgangspunkt i Norges Banks publiserte anslag på nominell nøytralrente fratrukket prisstigning. Anslått likevekt for inflasjonen, π^* . π^* følger inflasjonsmålet på 2,5 prosent fra og med 2001. Før det var likevekten anslått til 2 prosent. Produksjonsgapet, y , er beregnet som trendutvikling i BNP. Taylor-renten er korrigert for pengemarkedspåslaget, som er gitt av påslaget i norsk tremåneders NIBOR-rente.

⁴² Se nærmere omtale i avsnitt 2.

Forstyrrelsene som har truffet norsk økonomi har i hovedsak kommet fra utlandet. Det har vært store endringer i bytteforholdet overfor utlandet, Norge er blitt rammet av markerte internasjonale konjunktursvingninger, det har vært en vedvarende nedgang i rentene ute og arbeidsinnvandringen til Norge har vært høy. Forstyrrelsene og utviklingstrekkene har vært av en slik art at en i pengepolitikken har måttet veie hensynet til stabil inflasjon opp mot hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting. I tillegg har risikoen for at finansielle ubalanser kan føre til brå skift i etterspørselen fram i tid medført en avveining med hensyn til hvor raskt det har vært riktig å bringe inflasjonen tilbake til målet.

For å kunne foreta en rimelig avveining mellom de ulike hensynene pengepolitikken skal ta, er det vesentlig at tidshorisonten for oppnåelse av inflasjonsmålet er tilstrekkelig lang og fleksibel. Da inflasjonsmålet ble innført, valgte Norges Bank en horisont på normalt to år. Horisonten ble deretter endret til 1-3 år og senere til «mellomlang sikt». Utviklingen mot en lengre og mer fleksibel horisont har vært en trend også hos andre sentralbanker med inflasjonsmål, og det synes ikke å ha ført til dårligere forankring av inflasjonsforventningene i Norge.

Inflasjonen har i hovedsak vært lav og stabil siden 2001. Gjennomsnittlig årsvekst i konsumprisene har vært nær, men noe under 2,5 prosent. Det må ses i sammenheng med at av forstyrrelsene som har inntruffet, er det flere som har bidratt til å trekke prisveksten ned enn som har bidratt til å trekke den opp. I tillegg har Norges Bank valgt å bruke noe tid på å bringe inflasjonen tilbake til målet for å bidra til stabilitet i produksjon og sysselsetting. Svingningene i inflasjonen har vært lavere enn de var på 1970- og 1980-tallet, og om lag på samme nivå som i andre industriland med inflasjonsmål. Avvikene i inflasjonen fra 2,5 prosent har likevel vært større enn det Norges Bank så for seg da inflasjonsmålet ble innført. Det har sammenheng med at de økonomiske forstyrrelsene har vært større enn de var på store deler av 1990-tallet og at avveiningene, blant annet knyttet til store endringer i bytteforholdet og oppbygging av finansielle ubalanser, har vært mer krevende.

På bakgrunn av erfaringene siden 2001, må en forvente at inflasjonen vil variere en del rundt målet også i fremtiden. Så lenge det er tillit til at sentralbanken etter hvert vil bringe inflasjonen tilbake når avvik har oppstått, vil en viss variasjon i inflasjonen trolig ikke medføre særlige kostnader for samfunnet. Slike svingninger vil i noen grad gjenspeile at pengepolitikken også skal bidra til stabilitet i produksjon og sysselsetting.

Sysselsettingen har gjennomgående vært mer stabil siden 2001 enn på 1970- og 1980-tallet. Til tross for kraftige forstyrrelser, har produksjonen ikke svingt mer enn i de relativt stabile 1990-årene. Det har også i store deler av denne perioden vært utfordringer knyttet til innfasing av oljeinntekter og realappresiering. Pengepolitikken har bidratt til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Selv om det har vært lengre perioder der en i pengepolitikken har måtte avveie hensynet til inflasjonsmålet mot hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting, har det vært en klar tendens til at pengepolitikken har virket konjunkturdempende. Det var særlig tydelig under finanskrisen og i kjølvannet av oljeprisfallet i 2014. Etter hvert som tilliten til inflasjonsmålet ble mer etablert, har det vært mulig å tillegge hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting mer vekt.

Det har vært en utvikling i retning av lavere renter internasjonalt, og i flere land har handlingsrommet i pengepolitikken blitt begrenset av den nedre grensen for renten.

En langvarig periode med svært lave renter kan føre til at aktørene undervurderer risiko og baserer sine beslutninger på at rentene vil være svært lave lenge. Vedvarende

lave renter kan føre til vekst i formuespriser og gjeld som kan gjøre husholdninger og foretak mer sårbare. Erfaringer viser at høy boligpris- og kredittvekst kan gi økt risiko for fremtidige finansielle kriser.

Pengepolitikken kan ikke ta hovedansvar for å motvirke finansielle ubalanser. Regulering og overvåking av finansinstitusjoner bør være førstelinjeforsvaret mot forstyrrelser i det finansielle systemet. Effekten av makrotilsynsvirkemidler og andre mer målrettede virkemidler er imidlertid usikker, og det kan være kostnader av ulik art forbundet med en aktiv bruk av slike virkemidler. Det kan derfor være situasjoner der pengepolitikken også bør bidra til å dempe oppbygging av finansielle ubalanser, i den grad disse vurderes å true stabiliteten i inflasjon, produksjon og sysselsetting fram i tid.

I en verden med høy kapitalmobilitet og utstrakt handel er det begrenset handlingsrom i pengepolitikken for en liten åpen økonomi som den norske. Med flytende valutakurs kan den innenlandske renten avvike fra rentene ute, men hvis renteforskjellen blir for stor, kan det gi så store utslag i valutakursen at det skaper ustabilitet i inflasjon, produksjon og sysselsetting. Også med et inflasjonsmål for pengepolitikken vil derfor den innenlandske renten i stor grad være påvirket av rentene ute. Handlingsrommet i pengepolitikken blir ytterligere begrenset i perioder der rentene ute er nær eller under null.

Selv om den innenlandske renten ikke kan avvike for mye fra rentene hos våre handelspartnere, er valutakursen en viktig støtdemper når det inntreffer forstyrrelser – særlig ved endringer i bytteforholdet overfor utlandet. I perioder der oljeprisen har falt og økonomien har gått inn i en lavkonjunktur, har kronekursen svekket seg og bidratt til å styrke konkurranseevnen og hindre at inflasjonen blir for lav. Så lenge det er tillit til inflasjonsmålet blant aktørene i økonomien, kan pengepolitikken støtte opp under endringer i kronekursen som virker konjunkturstabiliserende. Samtidig har utviklingen i kronekursen vært relativt stabil sammenliknet med andre land med inflasjonsmål og med stor grad av råvarebasert eksport.

Hovedoppgaven for pengepolitikken er å gi økonomien et nominelt anker. Når inflasjonen er godt forankret, kan pengepolitikken også bidra til en stabil utvikling i realøkonomien. Men erfaringene har vist at pengepolitikken alene ikke kan fullt ut motvirke økonomiske svingninger, særlig når økonomien blir rammet av store forstyrrelser fra utlandet. Det er også begrenset i hvilken grad pengepolitikken i en liten åpen økonomi kan bidra til å motvirke finansielle ubalanser. Erfaringene fra 1970- og 80-tallet viser at det nominelle ankeret kan glippe hvis pengepolitikken i for stor grad skal forfølge andre mål enn lav og stabil inflasjon.

Referanser

NORGES BANK MEMO
NR 1 | 2017

ERFARINGER MED
PENGEPOLITIKKEN
I NORGE SIDEN 2001

Akram, Q. F. og H. Mumtaz (2016) «The role of oil prices and monetary policy in the Norwegian economy since the 1980s». *Working Paper 1/2016*. Norges Bank.

Alstadheim, R. (2016) «Exchange rate regimes in Norway 1816-2016». *Staff memo 15/2016*. Norges Bank.

Andersen, T., N. Malchow-Møller og J. Nordvig (2015) «Inflation targeting and macroeconomic performance since the Great Recession». *Oxford Economic Papers*, 67(3), side 598-613.

Anundsen, A., K. Gerdrup, F. Hansen og K. Kragh-Sørensen (2016) «Bubbles and Crises: The Role of House Prices and Credit». *Journal of Applied Econometrics* Vol. 31, issue 7, side 1291-1311.

Banerjee, R., S. Cecchetti og B. Hoffmann (2013) «Flexible inflation targeting: Performances and challenges». I: Reichlin, L. og R. Baldwin. Red. «*Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*». CEPR, side 113-119.

Bean, C., C. Broda, T. Ito og R. Kroszner (2015) «Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates». *Geneva Reports on the World Economy* 17, ICMB og CEPR.

Friedman, B. M. (2008) «Why a Dual Mandate is Right for Monetary policy». *International Finance* 11 (2), side 153–165.

Gillitzer, C. og J. Simon (2015) «Inflation Targeting: A Victim of Its Own Success?». *Research Discussion Paper 2015-09*, Reserve Bank of Australia.

Gjedrem, S. (1999) *Tale: Utfordringer i den økonomiske politikken*. Foredrag i regi av Sosialøkonomenes Forening ved Gausdal, 28. januar.

Gjedrem, S. (2006) *Tale: Avveining i pengepolitikken*. Foredrag på seminar ved Centre for Monetary Economics/BI, 6. juni.

Graydon, P. (2006) «Credibility with Flexibility: The Evolution of Inflation-Targeting Regimes, 1990-2006», *Bank of Canada Review* Summer 2006.

Hagelund, K. og M. Sturød (2012) «Nærmere om Norges Banks anslag på produksjonsgapet». *Staff Memo 7/2012*. Norges Bank.

Hoen, M. B. (2012) «The golden interest rule». *Staff Memo 16/2012*. Norges Bank.

Holden, S. (2016) «Modernisert mandat for pengepolitikken». Innlegg i *Dagens Næringsliv* 28. april.

IMF (2014) «Perspectives on global real interest rates», *World Economic Outlook*, april.

Jordà, O., M. Schularick og A.M. Taylor (2015) «Betting the house». *Journal of International Economics*, Vol 96, Supplement 1, S2-S18.

Kleivset, C. (2012) «Fra fast valutakurs til inflasjonsmål». *Staff Memo* 30/2012. Norges Bank.

NORGES BANK MEMO
NR 1 | 2017

Mæhlum, M. (2012) «Robustifying optimal monetary policy in Norway». *Staff Memo* 17/2012. Norges Bank.

ERFARINGER MED
PENGEPOLITIKKEN
I NORGE SIDEN 2001

Nordbø, E.W. (2013) «Arbeidsinnvandring og lønn». *Aktuell kommentar* 5/2013. Norges Bank.

Nordbø, E.W. og N. Stensland (2015) «Oljevirkosomheten og norsk økonomi». *Aktuell kommentar* 4/2015. Norges Bank.

NOU 2015/9 «Finanspolitikk i en oljeøkonomi — Praktisering av handlingsregelen», side 51. *Norges offentlige utredninger* 2015:9

Olsen, Ø. (2014) *Tale: A decade of forward guidance in Norway*. Foredrag på seminar ved Columbia University, 8. april.

Rachel, L. og T. D. Smith (2015) «Secular drivers of the global real interest rate». *Staff Working Paper* No. 571. Bank of England.

Røisland, Ø. og T. Sveen (2005) «Pengepolitikk under et inflasjonsmål». *Norsk Økonomisk Tidsskrift* 1/2005.

Storvik, K. (1998) *Tale: Aktuelle økonomiske og pengepolitiske problemstillinger*. Foredrag hos FOREX Norge, 28. august.

Torvik, R. (2003) «Realvalutakurs og innfasing av oljeinntekter». I: Ø. Eitrheim og K. Gulbrandsen. Red. *Hvilke faktorer kan forklare utviklingen i valutakursen?* *Skriftserie* 31/2003. Norges Bank, side 13-28.

Taylor, J. B. og J. C. Williams (2010) «Simple and Robust Rules for Monetary Policy». I: Friedman, B.M. og M. Woodford. Red. *Handbook of Monetary Economics*, Elsevier, side 829-859.

Walters, A. (1986) «*Britain's Economic Renaissance*», Oxford University Press.

Williams, J. C. (2013) «Monetary Policy in a Low R-star World», *FRBSF Economic Letter* 2016/23, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Woodford, M. (2012) «Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound». *Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium Conference Volume*, August.

Wren-Lewis, S. (2013) «Why a Dual Mandate is Essential». Blogginlegg, *Mainly Macro*, 14. april.