

Norges Bank Watch – Mai 2000

Norsk pengepolitikk, Norges Banks rolle og bankens gjennomføring av
pengepolitikken i 1999 og første del av 2000

Professor Carl Hamilton, Handelshögskolan i Stockholm
Førsteamanuensis Øystein Thøgersen, Norges Handelshøyskole
Direktør Marianne Andreassen, SpareBank 1 Gruppen
Sjeføkonom Harald Magnus Andreassen, First Securities ASA



Centre for Monetary Economics

Forord

Centre for Monetary Economic ved Handelshøyskolen BI (CME) inviterte i vår en gruppe økonomer til å vurdere norsk pengepolitikk. Formålet var at gruppen skulle bidra til debatten om norsk pengepolitikk, og gi innspill til offentligheten både om hvordan Norges Bank har definert sin rolle, og hvordan politikken er gjennomført og kommunisert til omverdenen.

Navnet Norges Bank Watch er inspirert av ECB Watch, en gruppe økonomer som er invitert til å gi synspunkter på hvordan Den europeiske sentralbanken (ECB) forvalter sine oppgaver og som rapporterer til Europaparlamentet. Leseren får avgjøre om vi har klart å bidra med relevante synspunkter på norsk pengepolitikk, og Norges Banks håndtering av denne.

Gruppen har også tatt seg den frihet å skissere et par alternativer til et nytt mandat for Norges Bank som samsvarer bedre med den faktiske pengepolitikken som Norges Bank fører enn hva dagens mandat gjør.

Vi understreker at selv om gruppen er invitert av arbeidsutvalget CME, har ikke de øvrige medlemmene i arbeidsutvalget eller medlemsbedriftene noen befatningen med analysene eller konklusjonene i denne rapporten. Synspunktene står derfor kun for forfatterens egen regning.

Introduksjon

Denne rapporten diskuterer og evaluerer norsk pengepolitikk med særlig vekt på perioden etter 1. januar 1999. Vi retter oppmerksomheten mot følgende tre relaterte områder som spenner fra det mikroorienterte til det overordnede:

- Vurdering av Norges Banks utøvelse av pengepolitikken *gitt* bankens egne fortolkninger av sitt mandat.
- Vurdering av Norges Banks mandat og tolkning av dette med utgangspunkt i valutaforskriftens §2. Herunder kommenterer vi også de institusjonelle rammene for sentralbanken og deres demokratiske forankring.
- Vurdering av pengepolitikken i forhold til øvrige elementer i den økonomiske politikken (finans- og inntektspolitikken). Spørsmålet er hvordan man kan utforme en arbeidsdeling mellom politikkelementene som på robust vis legger forholdene til rette for innenlands stabilitet, opprettholdbar vekst (herunder et rimelig forhold mellom konkurranseutsatte og skjermede næringer på lengre sikt) og full sysselsetting

Til tross for uklare rammebetingelser og målformuleringer har Norges Banks kommunikasjon med markedet gjennom inflasjonsrapporter, pressekonferanser og andre kanaler etter vårt skjønn fungert stadig bedre. Den faktiske fastsettelsen av bankens styringsrenter i perioden fra 1. januar 1999 og fram til i dag har vært i samsvar med presis og faglig velfundert kommunikasjon. Det er vår oppfatning at Norges Bank i forhold til rentemarkedet har vist nokså stor grad av klarhet og predikerbarhet i sin strategi for rentefastsettelsen, selv om banken brukte store deler av fjoråret til å utdype og fortolke sitt eget handlingsrom for pengepolitikk. Dette kan også forklare at banken ikke har lyktes like godt i kommunikasjonen med arbeidsmarkedets parter og allmennheten.

Vi er kritisk innstilt til uavklarte forhold omkring det pengepolitiske mandatet (det andre punktet overfor). Selv om Norges Bank gjennom 1999 ble stadig klarere i sin kommunikasjon om politikkutøvelsen, har ikke det vært tilstrekkelig til å unngå vedvarende uklarhet om det pengepolitiske regimet. Vi konkluderer med at Norges Bank på tilsynelatende uavhengig vis har adoptert det samme inflasjonsmålet som Den europeiske sentralbanken (ECB), dvs. en inflasjon på mellom 0 og 2 prosent, og at dette har medført en reell omlegging av pengepolitikken bort fra løpende valutakursstyring. Vi stiller oss undrende til hvorfor sentrale representanter fra Norges Bank selv har valgt å presisere at det pengepolitiske regimet var uendret fra 1998 til 1999. Likeledes er det vårt inntrykk at Finansdepartementet har vært på etterskudd i pengepolitikken, noe som illustreres av at omtalen av pengepolitikken i nasjonalbudsjett-dokumentene ikke har vært

konsistent med Norges Banks pengepolitiske presiseringer. Uklarheten om det pengepolitiske regimet er sannsynligvis en viktig årsak til at bl.a. partene i arbeidslivet, i motsetning til aktørene i rentemarkedet, ikke har tatt de gjeldende pengepolitiske presiseringer inn over seg. Vi anser det som problematisk at fleksibiliteten i valutaforskriften er såvidt stor at Norges Bank i praksis kan omdefinere sitt mål uavhengig av de demokratisk valgte myndigheter. Det er dermed behov for et tydelig og demokratisk fundament for den omleggingen som har funnet sted.

I respons til uklarheten omkring det pengepolitiske mandatet legger vi frem et eksempel på hvordan vi tror en hensiktsmessig forskrift for pengepolitikken kan formuleres. Dette eksemplet tar utgangspunkt i at pengepolitikken skal bidra til innenlands stabilisering, og på den bakgrunn introduseres et fleksibelt inflasjonsmål på 2% pluss/minus 1 prosentpoeng. Dette er etter vår vurdering mindre strengt enn dagens de-facto inflasjonsmål. Fleksibiliteten ivaretas ved at virkemiddelbruken rettes inn mot å nå målet to år frem i tid. I tillegg kan man overveie å introdusere en ”tilleggspilar” eller en ”escape clause” i forskriften som pålegger sentralbanken å ta hensyn til forhold som bobler i aktivamarkedene (boligmarkedet eksempelvis) eller overdrevne utslag i valutakursen ettersom dette vil kunne utløse nedgangstider eller andre realøkonomiske feiltilpasninger.

Når det gjelder vurderingen av pengepolitikken i forhold til andre sentrale politikkområder er det vår vurdering at det såkalte ”solidaritetsalternativet” i den økonomiske politikken har vist seg ikke lenger å være tilstrekkelig robust. Som kjent innebærer dette konseptet at finanspolitikken skal stabilisere økonomien, pengepolitikken skal sikre stabil NOK/EUR-kurs og inntektspolitikken skal sikre en rimelig konkurranseevne. Erfaringene har lært oss at

- i) finanspolitikken isolert sett ikke har vært tilstrekkelig til å stabilisere konjunktorene i en overopphetet økonomi selv om den fungerte etter intensjonen i første del av oppgangskonjunktoren,
- ii) inntektspolitikken klarte ikke å forhindre at lønnsveksten mot slutten av oppgangskonjunktoren ble klart høyere enn hos handelspartnerne og
- iii) forsøk på stabilisering av NOK/EUR kursen i en verden med store internasjonale kapitalbevegelser har i perioder medført en rentefastsettelse som har forsterket konjunkturutslagene og dermed virket destabiliserende på norsk økonomi.

Vi ser derfor et klart behov for at arbeidsdelingen i den økonomiske politikken endres slik at både finans- og pengepolitikken sammen kan bidra til innenlands stabilisering og at inntektspolitikken viktigste oppgave er å legge en institusjonell ramme for lønnsdannelsen som bidrar til at lønnsveksten blir moderat med en fortsatt lav arbeidsledighet. En koordinert lønnsdannelse bør fortsatt være et sentralt element i en videreføring av solidaritetsalternativet. Dette, sammen med en finans- og pengepolitikk som tar ansvar for stabilisering, vil etter vårt syn gi det beste utgangspunktet for å sikre full sysselsetting. Vi finner det vanskelig å se at partene ikke skulle se seg tjent med en reformulering av pengepolitikken som sikter mot jevnt lav inflasjon

og innenlands stabilitet, og som også legger grunnlaget for en stabil valutakurs på lengre sikt, i stedet å bruke pengepolitikken til å stabilisere kronkursen på kort sikt.

1. Bakgrunn og prinsipper for pengepolitikk

1.1 Internasjonal bakgrunn

I mange land, og da spesielt i små økonomier som den norske, har det historisk vært vanlig å knytte kursutviklingen i egen valuta opp mot en valutakurv eller valutaen i en større økonomi som eksempelvis tyske mark. Motivasjonen har vært at dette utgjør et nominelt anker i den forstand at egne inflasjonsforventninger bindes opp mot inflasjonsforventningene i ”ankerlandet” (eksempelvis Tyskland) og skaper en rettesnor for den innenlandske lønns- og prisveksten. Både Bretton Woods systemet (frem til sammenbruddet tidlig på 1970 tallet) og deler av ERM systemet er gode eksempler på denne typen fastkurspolitikk.

Regimet med ensidig fastkurspolitikk hos fastkurspartnerne i flere europeiske land på 1980- og 1990-tallet var mindre vellykket. Manglende troverdighet, ofte som følge av en for ekspansiv finanspolitikk med tilhørende høyere inflasjon medførte gjentatte devalueringer som igjen førte til sterkere vekst i lønner og priser. Denne type problemer ligger til grunn for at man i dag knapt finner noe europeisk land som ensidig binder sin valuta opp mot andre valutaer. Enten flyter valutaen tilnærmet fritt, eller så har egen valuta blitt erstattet med en felles valuta (euro). Danmark er i en særstilling som må tilskrives at landet synes å være på vei inn i EMU. Forøvrig kan vi merke oss en tredje variant som er valgt av flere østeuropeiske land, som i praksis oppgir sin egen valuta ved å innføre et såkalt seddelfond.

Den vedvarende diskusjonen om det pengepolitiske regimet i Norge indikerer at Norge Bank nå er i ferd med å gå i gjennom den samme prosessen som de fleste av OECD landenes sentralbanker har vært i gjennom i løpet av de siste 10-15 årene.¹

Endringene i de europeiske landenes pengepolitiske regimer kan relateres til et felles hovedmønster i landenes inflasjonsutvikling. Stort sett var inflasjonen lav på 1960-tallet og høy på 1970-tallet. Deretter har inflasjonen gradvis blitt redusert siden 1980. Det er grunn til å anta at trenden mot lavere inflasjon må tilskrives enn almen erkjennelse av at det på lang sikt ikke er noen teoretiske eller empiriske holdepunkter for at høy inflasjon stimulerer vekst og sysselsetting. Snarere eksisterer det forskningsresultater basert på sammenligninger mellom land som indikerer at høy inflasjon reduserer veksten og øker arbeidsledigheten. Dette betyr at lærebokens gamle Phillipskurve ikke kan legges til grunn for en opprettholdbar strategi hvor man ”kjøper” seg permanent høyere sysselsetting og vekst til ”prisen” av høyere inflasjon. En slik strategi er utenfor mulighetsområdet. Det er derfor naturlig at en sentralbank legger til grunn at pengepolitikken mer langsiktige bidrag er å sikre nominell stabilitet i betydning stabil og lav inflasjon. Det betyr ikke at

¹ En god oversikt over de siste tiårs teoretiske og empiriske forskning om pengepolitikk er gitt av Persson og Tabellini (1999).

arbeidsledigheten må være den samme i ulike land på lang sikt. Institusjonelle forhold på arbeidsmarkedet, f.eks. organiseringen av lønnsdannelsen, hvilke incitamenter arbeidsledige har til å ta arbeide, strukturelle forhold i næringslivet, myndighetenes evne og vilje til å legge forholdene til rette for næringsvirksomhet (utdanning, infrastruktur, beskatning osv) bestemmer i stor grad arbeidsledigheten på lang sikt.

På kort sikt er det imidlertid all grunn til å tro at pengepolitikken har realøkonomiske virkninger og at det eksisterer en positiv sammenheng mellom inflasjon og realøkonomisk aktivitet.² Vår vurdering er at fleksibelt inflasjonsmål i større grad enn et regime utelukkende basert på kortsiktig valutakursstabilisering gir Norge bedre mulighet for å styre de innenlandske konjunktorene slik at pengepolitikken bidrar til at man unngår såvel alvorlige tilbakeslag som perioder med overoppheting – som alltid bærer kimen i seg til neste nedgangsperiode. Nedgangsperioder i økonomien er kostbare på kort sikt på grunn av tapt produksjon og økt arbeidsledighet, men ofte også på lengre sikt fordi mange arbeidsledige kan ha problemer med å vende tilbake til arbeidsmarkedet, arbeidsledigheten kan lettere komme opp enn ned (hysterese-effekten).

1.2 Institusjoner har betydning

Velfungerende og allment anerkjente institusjoner vil bidra til en troverdig og predikerbar pengepolitikk. Det vil igjen medføre at markedsaktørene legger mindre risikopremier på rentene, og at volatiliteten i renter, og i en viss utstrekning også valutakurs, reduseres. Volatiliteten i valutakursene mellom land med en innenlandsk orientert pengepolitikk er imidlertid normalt større enn mellom land som prøver å holde valutakursene stabile, selv om institusjonene er troverdige. Gode institusjoner vil også bidra til at sentralbanken raskere oppnår forståelse for sitt handlingsmønster. Det motsatte, mindre troverdige institusjoner, skaper usikkerhet og sannsynligvis økt volatilitet i finansmarkedene. Dermed vil virkemiddelbruken kunne bli unødig sterk (f.eks. ved unødig store renteendringer) før aktørene i økonomien forstår hva sentralbanken prøver å oppnå. De institusjonelle spillereglene for sentralbanken og dens adferd er derfor vesentlige for en vellykket pengepolitikk. I tillegg er det et sentralt poeng at gode institusjonelle ordninger naturligvis er viktige for at sentralbanken skal være underlagt demokratisk kontroll.

1.3 Pengepolitikken mål og virkemidler

Målet for en sentralbanks virksomhet må være enkelt og forståelig. Det skal ikke behøve mer enn et minimum av fortolkning. Hvis det er behov for utfyllende fortolkninger av målformuleringen, eksisterer det usikkerhet om sentralbankens fremtidige handlingsmønster. Slik usikkerhet representerer et troverdighetsproblem. Det bør derfor være mulig å kunne besvare

følgende type spørsmål: ”Hva er den rette tolkningen av målene for Norges Bank?”, ”Hvilken vekt legger Norges Bank på delmålene inflasjon vs. valutakurs?”, ”Kan dagens relevante tolkning endres over tid?” og ”Er dagens relevante tolkning avhengig av den rådende økonomiske og politiske situasjonen (for eksempel regjeringens sammensetning)?”. Som vi vil komme tilbake til i neste avsnitt, er det nettopp problemer med å besvare denne type spørsmål som ligger til grunn for den vedvarende debatten om det pengepolitiske regimet i Norge.

I dag har sentralbankene etter manges mening bare ett eneste effektivt virkemiddel i pengepolitikken, nemlig fastsettelsen av de korte styringsrentene. Sentralbanken kan i prinsippet intervensere i valutamarkedet, men i praksis har intervensjoner ofte begrenset virkning. Virkningene kan bli begrenset til å redusere volatiliteten i markedet for noen timer eller dager. I verste tilfelle kan intervensjoner fungere som et signal til markedsspekulantene og utløse spillsituasjoner mellom sentralbanken og markedsaktørene. Synspunktet om at styringsrentene er det eneste effektive virkemiddelet i pengepolitikk, har klar støtte i Norges Bank.³

Konstateringen av at Norges Bank har styringsrenten som sitt eneste effektive virkemiddel, impliserer at banken bare bør ha ett eneste overordnet mål for pengepolitikken. Det er en velkjent regel i økonomisk politikk at det kreves like mange virkemidler som mål for at man skal lykkes. Hvis man setter opp flere enn ett mål for Norges Bank, er det således bare tilfeldigheter som muliggjør at alle målene kan oppfylles i korte perioder. I norsk sammenheng har dette kommet frem på 1990-tallet ved at hensynet til valutakursstabilisering til tider har umuliggjort bruk av pengepolitikken til innenlands stabilisering.

1.2 Konjunkturstyring og ”Walters-effekten” i Norge

Norsk pengepolitikk var i perioden 1994-1998 karakterisert av et operasjonelt fokus på stabilisering av kronekursen mot ECU. Et hovedproblem ved et slikt regime er at pengepolitikken i perioder kan komme til å gi destabiliserende bidrag til konjunkturutviklingen (”Walters-effekten”). Det skjer når man forsøker å stabilisere valutaen mot en annen økonomi eller region (”ankerøkonomien”) som er konjunkturmessig i utakt med hjemlandet. Valutakursstabilisering tilsier at hjemlandet har samme nominelle rente som ankerøkonomien. La oss anta at hjemlandet er i lavkonjunktur, mens ankerlandet er i en høykonjunktur og av den grunn har høy nominell rente. I en slik situasjon er hjemlandet nødt til å ha den samme høye renten som ankerlandet, selv om det forsterker lavkonjunktoren. Dessuten vil lavkonjunktoren i hjemlandet medføre lavere inflasjon, Realrenten øker, og det gir ytterligere destabilisering. En tilsvarende destabiliserende effekt, i motsatt retning, oppstår når hjemlandet er i høykonjunktur og ankerlandet i lavkonjunktur.

² En oversikt over pengepolitikkenes kortsiktige virkninger er gitt i Clarida et al. (1999).

³ Jfr. eksempelvis sentralbanksjef Svein Gjedrems kronikk i Aftenposten den 4. mai 1999 og Norges Banks brev til Finansdepartementet av 21. oktober 1999.

I løpet av 1990-tallet har Norge opplevd Walters-effekten med betydelig kraft.⁴ Pengepolitikkenes forsøk på kronestabilisering bidro til forsterke den alvorlige konjunkturedgangen på begynnelsen av 1990-tallet fordi styringen av valutakursen mot ecu gjorde at vi var nødt til å adoptere det høye tyske rentenivået. Tilsvarende måtte vi tilpasse oss et relativt lavt tysk rentenivå i 1996 og 1997. Det bidro til overoppheting av norsk økonomi fordi finanspolitikken ikke ble strammet tilstrekkelig til. Under disse forholdene klarte heller ikke inntektspolitikken å "levere" moderate lønnsoppgjør, og lønnsveksten i 1998 ble om lag dobbelt så høy som hos våre handelspartnere. Sommerhalvåret 1998 førte til uro i valutamarkedet og det ga Norges Bank anledning til å heve rentene hele 4,5 prosentpoeng i løpet av få måneder. Det var en rente norsk økonomi på det tidspunktet trolig – og etter bankens vurdering – trengte, men renteøkningen kom for sent og den ble for brå. Etter vårt skjønn gir disse erfaringene et godt faglig argument for å forsvare nyorienteringen av pengepolitikken (se nedenfor).

En innføring av et inflasjonsmål kan oppfattes som at Norge tar tilbake makten over rentefastsettelsen. Man vil unngå den type destabiliserende rentesetting som man opplevde på deler av 1990-tallet. Pengepolitikken kan i stedet bidra med lavere renter i lavkonjunkturer og høyere renter i situasjoner med overoppheting. Pengepolitikken kan da brukes til aktivt å møte asymmetriske sjokk, som f.eks. en kraftig endring av oljeprisen. I et slikt regime med et fleksibelt inflasjonsmål på 2% pluss/minus 1 prosentpoeng vil rentefastsettelsen skje slik at man med bakgrunn i sentralbankens inflasjonsprognose forventer måloppfyllelse på et par års sikt.⁵ Dette gir sentralbanken et betydelig rom til å utforme pengepolitikken slik at den innenlandske konjunkturutviklingen stabiliseres. På kort sikt står sentralbanken overfor en avveining mellom inflasjonsstabilitet og produksjons-/sysselsettingsstabilitet, selv om det på lang sikt ikke foreligger en slik mulighet. Et fleksibelt inflasjonsmål (et målintervall to år frem i tid) medfører at en sentralbank som har troverdighet omkring sitt langsiktige inflasjonsmål, kan utforme virkemiddelbruken slik at man får stabilitet i produksjon og sysselsetting.

Dermed vil også myndighetenes samlede økonomiske strategi bli mer robust. Man unngår situasjoner hvor pengepolitikken øker de finanspolitiske utfordringene, og i stedet kan både finans- og pengepolitikken bidra til konjunkturstabilisering. Dermed vil en også bedre grunnlaget for en godt fungerende inntektspolitikk.

⁴ Norges Banks påpekte flere ganger pengepolitikkenes destabiliserende virkninger, jfr. eksempelvis Hammerstrøm og Nicolaisen (1999).

⁵ Jfr. eksempelvis den engelske inflasjonsmål modellen slik som beskrevet i Steigum, E. (1998): "Norsk pengepolitikk ved en skillevei: Fast kurs, langsiktig valutakursmål eller inflasjonsmål?"; *Los Notat* 9836, Los senteret i Bergen.

3. Valutaforskriften og pengepolitikens fokus

3.1 Innledning

Norges Banks mandat for utøvelsen av pengepolitikken ble gitt våren 1994, og den velkjente §2 lyder:

”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 intervensere i valutamarkedet.”

En slik forskrift gir Norges Bank et betydelig rom for å utøve skjønn i sin utøvelsen av pengepolitikken. Vi vil i det følgende argumentere for at Norges Bank i praksis gjennom 1999 har endret pengepolitikken operasjonelle fokus selv om forskriften ikke har vært gjenstand for justeringer. Det store rommet for skjønn har Norges Bank klart fått frem bl.a. ved sentralbanksjefens egen understrekning av ordene ”rettes inn mot”, ”utgangspunkt”, ”vesentlig endringer”, ”med sikte på” og ”etter hvert” i forskriften⁶. Samtidig er det vårt inntrykk at viktige aktører i økonomien ikke har tatt disse endringene av pengepolitikken inn over seg, noe som impliserer at politikken ikke er fullt ut troverdig. Dette indikerer at pengepolitikken mål er uavklart og strider mot prinsippet om at målet skal være enkelt, entydig og ikke gjenstand for endrede fortolkninger over tid. Før vi ser nærmere på disse forholdene er det imidlertid hensiktsmessig å merke seg et par av punktene ved paragrafen overfor som det ikke hefter uklarhet ved. For det første skiller man seg fra et strengt ”gammeldags” fastkursregime ved at det ikke er noen definert sentralkurs med eksplisitt definerte svingningsmarginer. For det andre kan kronens ”utgangsleie” med rimelig presisjon defineres som intervallet NOK/EUR 8.23-8.39.

3.2 Norges Banks presiseringer og politikkenendringer⁷

I perioden fra den eksisterende valutaforskriften ble gitt og frem til utgangen av 1998 var det en klar operasjonell fokusering på kortsiktig stabilisering av valutakursen. Dette fremkommer med all ønskelig tydelighet i alle Norges Banks publikasjoner i denne perioden. Det er verd å merke seg at Norges Bank, i sin tolkning av forskriften i 1994, presiserte slektskapet med det gamle ”strenge” fastkursregimet. I Norges Banks publikasjon ”Penger og Kreditt” (nr. 4/94, s.

⁶ Svein Gjedrem: Utfordringer i pengepolitikken, 2. november 1999.

⁷ Sitatene i dette underavsnittet er gitt i ulike taler som alle er gjengitt på Norges Banks hjemmeside.

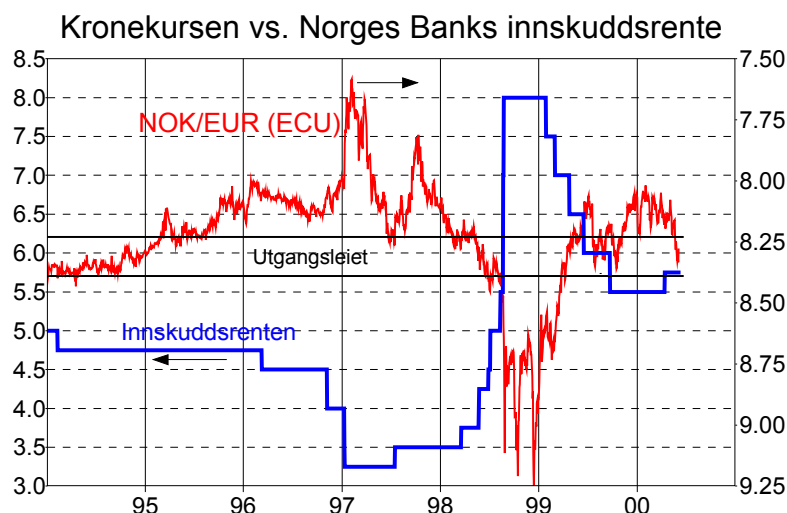
154*) poengteres det at "... de nye retningslinjene innebar ingen dramatisk endring – det operative målet skal fortsatt være stabil valutakurs".

Senere i denne perioden førte blant annet pengepolitikken prosykliske virkninger til at spørsmålet om valutakursstabilisering og relaterte konjunkturimpulser ble hyppig debattert. Norges Bank valgte ved gjentatte anledninger å presisere det vi må karakterisere som et strengt operasjonelt fokus på valutakursstabilisering. Eksempelvis uttalte visesentralbanksjef Jarle Bergo den 24. september 1997 at: "Pengepolitikken er innrettet mot stabil kronekurs. Det betyr at renten må tilpasses forholdene i valutamarkedet. I det systemet vi har er det finanspolitikken oppgave å regulere aktivitetsnivået innenlands." Enda klarere uttrykte sentralbanksjef Kjell Storvik seg den 28. august 1998. Det ble da presisert at: "...Pengepolitikken utgjør slik sett ikke en del av de stabiliseringspolitiske virkemidler.... Det er nivået på kronekursen som ligger til grunn for Norges Banks virkemiddelbruk.... Jeg har selv presisert flere ganger ... at det er valutastyringen, og den alene, som ligger til grunn for virkemiddelbruken."

De klare formuleringene om kronekursstabilisering betydde ikke at Norges Bank selv så seg tjent med et slik innretning av pengepolitikken. Tvert imot valgte man i november 1997 å sende en formell henvendelse til Finansdepartementet om å få større fleksibilitet i kursstyringen. Dette ble avslått, under henvisning til at Norges Bank med referanse til kursforskriften allerede hadde en viss fleksibilitet i utøvelsen av pengepolitikken. Dette kan indikere at Regjeringen mente at Norges Bank hadde valgt en for snever fortolkning av valutaforskriften. Regjeringen hadde også ved flere anledninger uttrykt at Norges Bank, i den utstrekning hensynet til valutakursen tilsa det, skulle bruke pengepolitikken til innenlandsk stabilisering (bl.a i salderingsproposisjonen 1996).

For å sammenligne pengepolitikken i perioden 1994-1998 med perioden fra januar 1999 og frem til i dag er det viktig å ha klart for seg et spesielt trekk ved sammenhengen mellom Norges Banks rentefastsettelse og kursen NOK/EUR. I perioden 1994-1998 økte man aldri renten så lenge kronen var sterkere enn utgangsleiets nedre grense på 8.23 NOK/EUR (tilsvarer 103 NOK/ECU) selv om det hadde vært ønskelig ut fra behovet for å stabilisere den innenlandske økonomien.⁸ Tilsvarende reduserte man aldri renten når kronen var svakere enn utgangsleiets øvre grense. Det var kun når kronekursen i kortere perioder kom innom utgangsleiets, at rentefastsettelsen fikk en riktig innretning sett i forhold til oppgaven å stabilisere konjunktorene.

⁸ Selvfølgelig kan man tenke seg situasjoner hvor kronekursen var svakere enn 8.39 samtidig som konjunktursituasjonen tilsa renteoppgang, eller at kursen var sterkere enn 8.23 samtidig som det var konjunktorene tilsa rentenedgang. Slike situasjoner var imidlertid ikke normale i årene 1994-1998.



Norges Banks presiseringer av pengepolitikken endret seg gjennom 1999 etter at dagens sentralbanksjef hadde tiltrådt. Etter vårt skjønn må nyorienteringen av pengepolitikken tilskrives at man gradvis tok inn over seg erfaringer om at fokus på valutakursstabilisering i perioder i) bidro til destabilisering av konjunktorene og ii) inviterte til spekulasjonsbølger som førte Norges Bank inn i en spillsituasjon mot markedet med brå og uheldige renteendringer som konsekvens (jfr. avsnittet om ”Walters-effekten” overfor).

Allerede 4. januar 1999 presiserte sentralbanksjef Svein Gjedrem i et intervju med Reuters at: ”Det er mulig å endre renten før kronen har styrket seg igjen tilbake til det leiet den hadde. ... Norges Bank må kontinuerlig vurdere renten utfra disse to hovedhensyn: At pris- og kostnadsstigningen kommer ned mot det nivå de europeiske landene sikter mot. På den annen side skal vi ikke ha en pengepolitikk som i seg selv bidrar til nedgangstider av en art som kan svekke tilliten til kronen.” Med disse utsagnene tok banken det første viktige steg i retning av å endre praksis for i rentesettingen relativt til perioden 1994-1998. I en situasjon hvor kronen var svakere enn utgangsløiet åpnet man opp for gradvise rentereduksjoner av hensyn til innenlands konjunkturstabilisering.

En endring av praksis ble i løpet av 1999 utdypet gjennom en rekke utsagn i retning av stadig sterkere vektlegging av at pengepolitikken skulle bidra til stabilisering. Vekstpauzen i norsk økonomi inn i 1999 kombinert med en sterk økning i oljeprisen, som bidro til en styrking av kronekursen, gjorde det riktig med rentereduksjoner både av hensyn til innenlandsk stabilisering og kurshensyn. Denne situasjonen ga Norges Bank store muligheter for en de facto omlegging til inflasjonsstyring. Banken kunne vanskelig kritiseres for sine handlinger, og fikk dermed ”rolige” rammebetingelser for å kunne argumentere for en ønsket omlegging. Argumentasjonen kan på mange måter sies å ha kommet i mål utpå høsten 1999. På en pressekonferanse 16. september 1999 presenterte sentralbanksjefen en matriske med forholdet mellom valutakurs og rentepolitikk og klargjorde rollene for pengepolitikken og finanspolitikken. Her fremkom at dersom

inflasjonsutsiktene var høyere enn ECB's mål og kronekursen sterk, burde renten settes opp. Med andre ord, i en konfliktsituasjon mellom kurshensyet og innenlandsk stabilisering, ville banken ta hensyn til det siste. Sentralbanksjefen presiserte også i lederartikkelen i Inflasjonsrapport 1999/04 at det er symmetri i pengepolitikken i den forstand at man også må kunne heve renten når kronen er sterkere enn utgangsleiet. Renteøkningen den 12. april 2000 var første gang noe slikt skjedde.

Denne siste presiseringen innebærer en større avvik fra formuleringene i valutaforskriften enn den første. At rentene kunne settes ned av innenlandske hensyn selv om kronekursen var svakere enn utgangsleiet er ikke i strid med en direkte fortolkningen av valutaforskriften. Dersom rentene i Norge, etter en rentereduksjon, holdes høyere enn i Europa kan virkemiddelbruken fortsatt sies å være innrettet mot å bringe kronen til utgangsleiet etter hvert, i alle fall i den grad man mente at en høyere rente ville bidra til å styrke kronekursen. At rentene ble satt ned våren 1999 var dermed ikke i motsetningen til en bokstavelig fortolkning av valutaforskriften, siden de fortsatt var langt høyere enn i Europa. Såvidt vi kan forstå, var det nettopp en slik fleksibilitet Regjeringen mente at Norge Bank hadde, bl.a. slik det ble omtalt i Regjeringens svar på Norges Banks ønske om mer fleksibilitet i 1998 (i endringsproposisjonen, desember 1998). Den siste presiseringen, om symmetrien i rentesettingen, signaliserte av sentralbanken kunne sette opp rentene selv om valutakursen var sterkere enn det definerte utgangsleiet. Det innebærer en større avstand til valutaforskriften. Det er ikke uten videre enkelt å hevde at man setter opp renten når valutakursen er sterk for over tid å bringe den tilbake til utgangsleiet, i alle fall ikke dersom norske renter i utgangspunktet var høyere enn rentenivået i Europa.

Videre merker vi oss også at Norges Bank i en rekke sammenhenger gjennom 1999 (jfr. eksempelvis Gjedrem, 1999) presiserte at utviklingen i de senere år viser at Norges Bank ikke har instrumenter til å finstyre kronekursen. Dermed må Norges Bank vektlegge at "inflasjonen i Norge må være om lag på linje med det Den europeiske sentralbanken sikter mot", noe som i sin tur vil bidra til stabilisering av NOK/EUR kursen. Som kjent styrer ECB mot et inflasjonsmål gitt ved intervallet 0-2% årlig vekst i konsumprisindeksen. Det er dermed vanskelig å komme utenom konklusjonen om at Norge de-facto har adoptert inflasjonsmålet til ECB.

3.3 Manglende pengepolitisk konsensus?

Etter vårt skjønn har Norges Banks kommunikasjon om hva som er pengepolitikken fokus og påregneligheten med hensyn til handlingsmønstret i rentefastsettelsen blitt stadig bedre gjennom 1999 og inn i 2000. Et problem har imidlertid vært den manglende viljen til presist å beskrive nyorienteringen. Til tross for Norges Banks klart større åpenhet og mange uttalelser gjennom 1999 har diskusjonen om "hvordan pengepolitikken har blitt lagt om" vedvart. Vi observerer stor forskjell i ulike sentrale økonomiske aktørers forståelse av dagens pengepolitikk og kanskje også en uvilje mot å ta inn over seg den nyorienteringen som har funnet sted. Denne

uklarheten må tilskrives at nyorienteringen har funnet sted under dekke av en uendret valutaforskrift. Hverken Norges Bank eller Finansdepartementet har vist vilje til eksplisitt å beskrive eller på annen måte foreta en demokratisk forankring av omleggingen.

Det er påtagelig at Norges Bank flere ganger i 1999 eksplisitt påpekte at pengepolitikken var uendret fra 1998 til 1999 til tross for at politikk-presiseringene tilsa det motsatte. Dette skaper usikkerhet og uklarhet som bidrar til troverdighetsproblemer. Eksempelvis uttalte visesentralbanksjef Jarle Bergo den 19. mai 1999 (med henvisning til at Norges Bank vektlegger at pris- og kostnadsveksten kommer ned på det nivået ECB sikter mot) at: ”Jeg har registrert at enkelte hevder at Norges Bank med dette har lagt om pengepolitikken. Det er ikke tilfelle. Rentesettingen i fjor høst (høsten 1998) var helt i tråd med det budskapet jeg presenterer her i dag.” Like påtagelig er det at omtalen av pengepolitikken i Nasjonalbudsjettet for 2000 nærmest er en kopi av tilsvarende avsnitt i Revidert Nasjonalbudsjett for 1999. I disse dokumentene fremheves målsetningen om stabile valutakursen uten referanse til Norges Banks forutgående presiseringer i 1999 om at inflasjonsutviklingen må bringes ned på nivået ECB sikter mot. Det er vanskelig å komme utenom at dette indikerer at det i hvert fall i en periode eksisterte en forskjell mellom regjeringen og Norges Banks synspunkt på pengepolitikkens mål. Dette er påtagelig ettersom Norges Bank ikke har noen formell selvstendighet. Vi legger imidlertid merke til at ordlyden har blitt svakt endret i det aller siste budsjettdokumentet (Revidert Nasjonalbudsjett for 2000). Nå presiseres det at ”... det er begrensninger i mulighetene til å styre kronekursen på kort sikt” og ”En balansert økonomisk utvikling med lav pris- og kostnadsvekst er en forutsetning for å oppnå stabilitet i valutakursen over tid”. Relativt til Norges Banks egne presiseringer mangler imidlertid fortsatt en konklusjon fra Regjeringens side om at Norges Bank bør styre etter den samme inflasjonen som det ECB sikter mot.

Under lønnsoppgjøret våren 2000 var representanter for partene i arbeidslivet kritiske mot Norges Bank – og da spesielt mot renteøkningen den 12. april 2000. I lys av at nyorienteringen i norsk pengepolitikk ikke er tilstrekkelig fundert i regelverksjusteringer og/eller Regjeringens egen politikkbeskrivelse, er dette ikke overraskende. Det er også en god illustrasjon på pengepolitikkens manglende forankring at sentralbanksjefen i et leserinnlegg i Aftenposten 9. juni 2000 må forsvare renteøkningen. Partene i arbeidslivet har ikke tatt inn over seg eller akseptert Norges Banks omleggingsprosess til et de-facto inflasjonsmål. Vi merker oss forøvrig at kritikerne av renteøkningen på 0,25 prosentpoeng den 12. april i år ikke lar det trekke i formildende retning at den samme inflasjons-orienterte pengepolitikken ga en rentenedgang på 2,5 prosentpoeng gjennom 1999.



Alt tyder på at nyorienteringen i pengepolitikken har blitt bedre forstått blant de norske aktørene i rentemarkedet. Allerede høsten 1998 la markedet åpenbart til grunn at sentralbanken hadde en betydelig fleksibilitet i rentesettingen. Selv om kronkursen var svak høsten 1998, falt pengemarkedsrentene betydelig, og kortvarige svingninger i valutakursen påvirket rentene kun marginalt. Markedet ventet at de norske kortrentene ville bli satt ned, selv om kronkursen fortsatt var svak og banken ikke hadde signalisert en slik politikkendring. En rimelig fortolkning av Regjeringens anmodning til Norges Bank om å utnytte fleksibiliteten i valutaforskriften kunne gi støtte til disse forventningene.

Etter sentralbanksjefens uttalelse til Reuters den 4. januar 1999 (sitert overfor) falt pengemarkedsrentene videre og det indikerer at markedet fikk bekreftet antakelsen om at rentefastsettelsen var mer fleksibel enn Norges Bank tidligere hadde gitt uttrykk for. Med formuleringene i retning av å vektlegge innenlands stabilitet og inflasjon var nye, og selv om de tidvis hadde blitt brukt i Regjeringens dokumenter, forsterket uttalelsene fra sentralbanksjefen forventningene om at rentenivået ville komme ned. (Se figur med 12 måneders pengemarkedsrente ovenfor).

En rekke fagøkonomer har helt fra første del av 1999 karakterisert nyorienteringen som et de-facto inflasjonsmål. En slik forståelse har gradvis bredt om seg, også trolig som følge av Norges Banks stadig mer klare presiseringer. Sannsynligvis vil de fleste norske fagøkonomer i dag være enig i beskrivelsen fra Statistisk Sentralbyrå om at Norges Banks presiseringer "...flytter det operasjonelle fokus i pengepolitikken bort fra valutakursen og over mot alle forhold av betydning for prisveksten" (jfr. Økonomiske Analyser nr. 6/99). For utenlandske markedsaktører fremstår sannsynligvis omleggingen som mer uklar ettersom de i mindre grad enn sine norske kollegaer er i stand til å fortolke Norges Banks presiseringer og "kode-ord" tilstrekkelig presist.

3.4 Et de-facto inflasjonsmål som er unødig strengt?

Det følger av vår fremstilling at vi oppfatter dagens pengepolitikk som et de-facto inflasjonsmålregime hvor ECB's målsetning om årlig konsumprisvekst på mellom 0 og 2 prosent har blitt adoptert. Etter vårt skjønn tilsier erfaringene fra perioden 1994-1998 at forsøk på finstyring av kronkursen er uønsket av innenlandske konjunktursyn og i perioder umulig på grunn Norges eksponering for eksterne forhold (eksempelvis oljeprisutviklingen) samt spekulasjonsangrep. Satt på spissen kan man si at ønsket om kortsiktig valutakursstabilisering i den forstand man søkte i perioden 1994 – 1998 er en illusjon. Slik sett trenger ikke nyorienteringen i pengepolitikken i 1999 oppfattes som et bevisst valgt bort fra valutakursstabilisering, men snarere som den mest fornuftige respons på erfaring med og utvikling i eksterne rammebetingelser.

I denne sammenheng er det også verd å peke på at utviklingen i NOK/EUR-kursen så langt har blitt mindre volatil etter at valutakursstabilisering ble skjøvet noe i bakgrunnen relativt til inflasjonsutviklingen fra og med januar 1999, på tross av store svingninger i oljeprisen. Dette tjener til å illustrere det velkjente poenget om at avstanden mellom inflasjonsstyring og valutakursstabilisering kan være liten i små, åpne økonomier som den norske. På den ene side gir valutakursfluktuasjoner ofte betydelige inflasjonsimpulser. På den annen side er inflasjonsharmonisering med eurolandene nødvendig for å oppnå kursstabilitet.

Gitt at dagens regime kan oppfattes som en adopsjon av ECB's inflasjonsmål, er det nærliggende å reise spørsmål om dette inflasjonsmålet er hensiktsmessig. ECB's målsetning om årlig inflasjon mellom 0 og 2 prosent synes på bakgrunn av de senere måneders observasjoner å implisere at man sikter mot et punkt svakt i overkant av 1 prosent. Når vi vet at konsumprisindeksene overdriver den reelle inflasjonen på grunn av problemer med å ivareta kvalitetsforbedringer i ulike produkter, er det grunn til å anta at ECB sikter seg inn på en inflasjon som reelt sett ikke er langt fra null. Dette er ambisiøst, og vi deler IMF's synspunkt om at ECB synes å ha valgt et unødig strengt mål som kanskje kan være veksthemmende.

I tillegg til at Norge i dag har det samme strenge inflasjonsmålet som ECB, vil en bokstavelig tolkning av Norges Banks presiseringer kunne implisere at perioder hvor inflasjonen er høyere enn i eurolandene må motsvares av perioder hvor norsk inflasjon er lavere enn i eurolandene (jfr. debatten om såkalt "base drift"). Ellers vil det langsiktige målet om valutakursstabilisering kunne miste troverdighet.

Etter vårt skjønn vil Norge tjene på å definere sitt eget eksplisitte inflasjonsmål. Ved siden av å eliminere eksisterende uklarheter om dagens regime, vil man kunne definere et inflasjonsmål som er såvidt fleksibelt at man ikke står i fare for å begrense den økonomiske veksten slik mange hevder er tilfellet i eurolandene. Vi mener at et fleksibelt inflasjonsmål på 2% pluss/minus 1

prosentpoeng er et godt eksempel på et pengepolitisk mål som gir Norges Bank gode muligheter til å sette rentene på en måte som bidrar til stabilisering av innenlandske konjunkturer.

4. Gjennomføring av pengepolitikken

I dette avsnittet vurderes gjennomføringen av pengepolitikken gitt de presiseringene av mandatet som Norges Bank har foretatt. Det legges derfor til grunn at pengepolitikken faktisk er innrettet mot å bidra til at ”pris- og kostnadsveksten over tid er på linje med nivået eurolandene sikter mot, og at pengepolitikken i seg selv ikke må bidra til nedgangstid med deflasjon” (jfr. presiseringene i hver inflasjonsrapport siden nr. 99/1) – med andre ord det vi oppfatter som et de-facto inflasjonsmål gitt ved ECB’s målsetning.

Med gjennomføring mener vi her hvilke beslutninger som banken har tatt, og hvordan banken har begrunnet og kommunisert disse beslutningene.

Alle sitater i dette avsnittet er hentet fra inflasjonsrapportene eller pressemeldningene i som er publisert i tilknytning til rentemøter i Hovedstyret.

4.2 Inflasjonsrapporten

Inflasjonsrapporten som redskap for kommunikasjon og forventningsdannelse

Banken publiserer kvartalsvise inflasjonsrapporter. Rapporten er det viktigste redskapet banken har for å presentere sine analyser av utviklingen i norsk økonomi og danner grunnlaget for bankens operative pengepolitiske beslutninger. Etter mønster fra andre lands sentralbanker og utfra sin fortolkning av mandatet for pengepolitikken, legger Norges Bank størst vekt på anslagene for inflasjonen. Analysene av det realøkonomiske forløpet danner imidlertid basisen for vurderingene av inflasjonsutsiktene og gis derfor bred dekning.

Som en teknisk forutsetning i inflasjonsrapportene legger Norges Bank til grunn at de kortsiktige rentene i hovedsak vil følge markedets forventninger til de korte rentene som kan avleses av rentekurven (som implisitte terminrenter). Banken benytter disse fremtidige rentesatsene som en beregningsteknisk forutsetning når de makroøkonomiske anslagene, herunder inflasjonsanslaget, utarbeides⁹. I Inflasjonsrapport nr. 99/2 klargjøres det i lederartikkelen hvordan Norges Bank vil signalisere til offentligheten generelt og til rentemarkedet spesielt om markedsforventningene er rimelige eller ikke. Dersom bankens anslag, basert på markedets renteforventninger, innebærer brå omslag i økonomien eller en pris- og kostnadsutvikling som ligger klart over eller under det eurolandene sikter mot, ”kan det være grunn for markedsaktørene å revurdere sine markedsforventninger”. Dette underbygger hvilket sentralt redskap inflasjonsrapporten er for kommunikasjonen av bankens analyser, også når det gjelder forventningsdannelsen i markedene. Norges Bank ønsker åpenbart å ”bistå” markedet med

⁹ Tilsvarende legges det beregningsteknisk til grunn at den importveide valutakursen blir liggende uendret.

dannelsen av realistiske renteforventninger. Det vil i sin tur lette gjennomføringen av pengepolitikken.

Offentligheten får gjennom inflasjonsrapportene direkte informasjon om Norges Banks vurderinger av renteutsiktene. Det fører til at bankens faktiske pengepolitiske beslutninger blir mer forutsigbare. Praksisen som ble utviklet gjennom 1999, med at banken klargjør sine eksplisitte vurdering av de mer kortsiktige renteutsiktene i forbindelse med de månedlige rentemøtene, trekker i samme retning. Det er imidlertid grunn til merke seg at det er nå først i år at banken synes å ha funnet fram til en hensiktsmessig standard å formulere sitt rentesyn på. (Se omtale av dette i avsnitt 4.2).

Vårt generelle inntrykk av inflasjonsrapportene er at de holder høy faglig kvalitet, både når det gjelder det bakenforliggende analysearbeidet og oppsummeringen og presentasjonen av dem i den publiserte rapporten. Det er lagt vekt på både å presentere standardrepertoaret, dvs. basisanslagene for den økonomiske utviklingen etter en gjennomgang av hva som har skjedd og bankens analyser av utsiktene. Det presenteres imidlertid også jevnlig alternative scenarier hvor virkningen for ulike økonomiske størrelser som etterspørsel, vekst og prisstigning av at sentrale nøkkelvariable som lønnsvekst, valutakurs, finanspolitikk og renteutviklingen blir en annen enn den som er lagt til grunn i hovedscenariet. Det bidrar til at virkemåten til bankens modeller blir klarere. Videre tas enkelte saksområder som antas å ha almen interesse opp til særskilt behandling i et kortfattet og effektivt ”boksformat”.

Det er lagt stor vekt på pedagogiske fremstillinger og på bruk av grafikk som gjør rapporten lesbar. Samlet omfang på rapporten er overkommelig, omlag 25 – 30 sider (i den endelig trykte versjonen i Penger og Kreditt). Alle som er interesserte i bankens analyser og vurderinger kan derfor holde seg oppdatert. Publiseringen av rapporten på internett sikrer at alle får tilgang til rapporten når den er offentlig. Internettversjonen er identisk med den trykte utgaven, og foreligger samtidig med offentliggjøringen. I tillegg til at rapporten presenteres på en pressekonferanse, har representanter fra Norges Bank presentert rapporten på seminarer, i det siste året arrangert av Norske Finansanalytikerens Forening, alltid med bred oppslutning.

Det generelle inntrykket av rapportene og kommunikasjonen av disse er dermed meget godt.

Vurderinger av de økonomiske anslagene

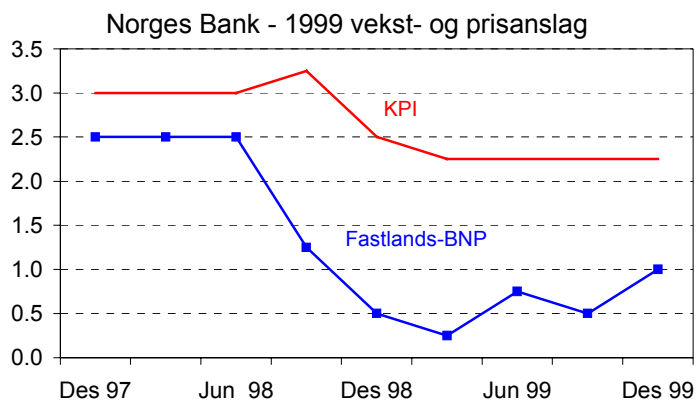
Selv om inflasjonsrapporten etter vår vurdering er et meget hensiktsmessig redskap, betyr det ikke at bankens økonomer er sannsigere og at banken alltid har rett i sine vurderinger, hverken av de økonomiske utsiktene generelt eller av inflasjonen spesielt. Særlig ved vendepunkter i økonomien er anslagene usikre. Vi vet ikke sikkert hva som skal til for å snu ”pessimisme” til ”optimisme” eller når et omslag vil inntreffe.

Norges Bank kan dermed gjøre feil i de økonomiske anslagene på grunn av en lang rekke forhold, både ved at de ”eksogene” forutsetningene banken har lagt til grunn ikke blir som ventet, eller at sammenhengene i økonomien (de endogene forholdene) ikke er som modellert, normalt basert på historiske erfaringer. Selv om usikkerhet og endringer i anslagene ofte er godt forklart, er det ikke gjennomført en systematisk og kvantifisert analyse av ulike eksogene faktorerers bidrag avvikene mellom prognoser og utfall. Hvilke feil som skyldes feil spesifisering av modellen er heller ikke kvantifisert. I rapport 99/4 er den årlige gjennomprøvingen referert, og det gis en god verbal drøfting – en god start!

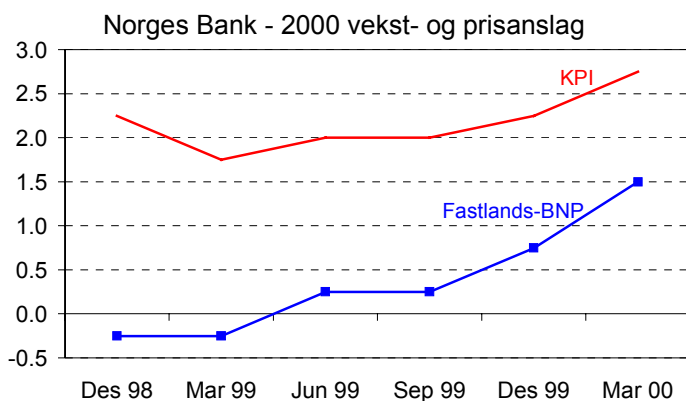
Vår generelle vurdering er at den reelle usikkerheten om den økonomiske utvikling ofte er større enn prognosemakere både i og utenfor Norges Bank liker, selv om ”prognosebransjen” alltid understreker usikkerheten.

Case: Hva har banken trodd om 1999/2000?

Vi har valgt å belyse at bankens analyser ikke er perfekt fremadskuende ved utviklingen av anslagene for vekst og inflasjon for de to siste årene.

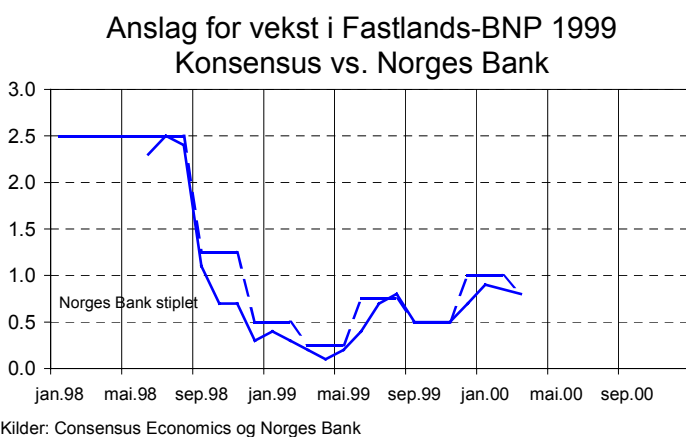


Anslagene for veksten i 1999 ble kraftig nedjustert fra juni 1998 til september 1998. Fallet i oljeprisen, uroen på de internasjonale finansmarkedene og den kraftige renteøkningen fram til slutten av august, førte til at de økonomiske utsiktene ble kraftig endret. Forventet prisvekst ble også redusert, men først ved utgangen av 1998.



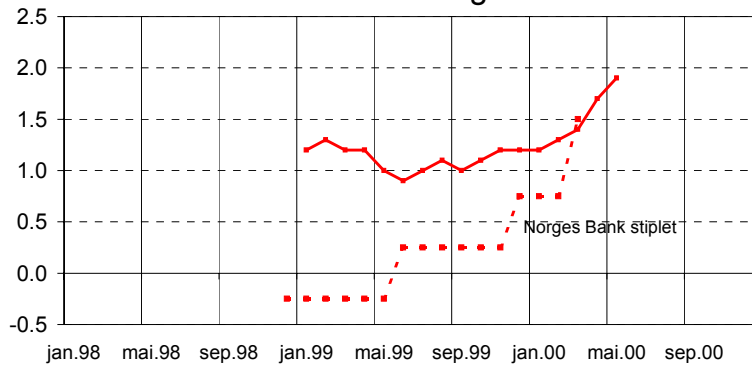
I slutten av 1998 ventet Norges Bank nærmeste en nedgangstid i 2000, med fall i Fastlands-BNP og en lav prisstigning. Utover i 1999 ble prognosene justert kraftig opp, og de siste anslagene fra mars 2000 gir en vekst like i underkant av det langsiktige potensialet og en inflasjon godt i overkant av det eurolandene sikter mot. Forklaringene er gode nok; utviklingen i internasjonal økonomi har blitt bedre enn ventet, energiprisene har steget, og vi har opplevd et positivt stemningsomslag i norske bedrifter og husholdninger.

a) Nærmere om anslagene for BNP-veksten



Norges Bank har ikke vært alene om endre anslagene for den økonomiske utviklingen de senere årene. Vi har her sammenstilt bankens prognoser for endringene i Fastlands-BNP (volum) med gjennomsnittet av anslag for det samme samlet inn av Consensus Economics (og som publiseres hver måned). For 1999 var det ingen nevneverdig forskjell i vekstanslagene mellom Norges Bank og et snitt av i hovedsak private aktørers anslag. Vekstforventningene ble brått nedjustert høsten 1998 og svingte deretter oppover gjennom fjoråret. (De stiplede linjene er bankens anslag).

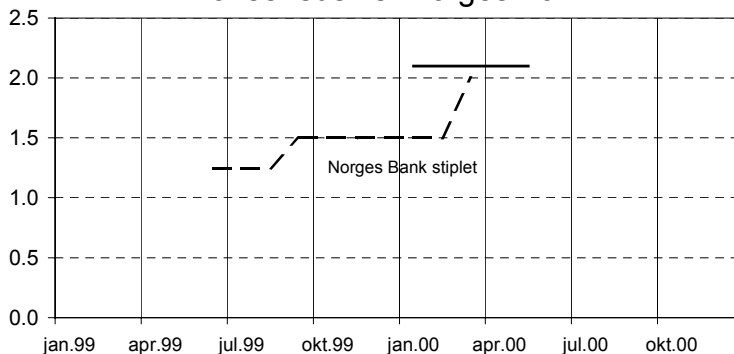
Anslag for vekst i Fastlands-BNP 2000 Konsensus vs. Norges Bank



Kilder: Consensus Economics og Norges Bank

Norges Banks anslag for veksten i 2000 har frem til i vår ligget langt under konsensusanslaget. Mens det gjennomsnittlige anslaget gjennom 1999 lå på 1 – 1,25%, ventet Norges Bank fall i BNP (negativ vekst) og deretter en forsiktig positiv vekst. Først ved fremleggelsen av Inflasjonsrapport 2000/1 i mars, hadde banken kommet nær ”markedets” forventninger.

Anslag for vekst i Fastlands-BNP 2001 Konsensus vs. Norges Bank

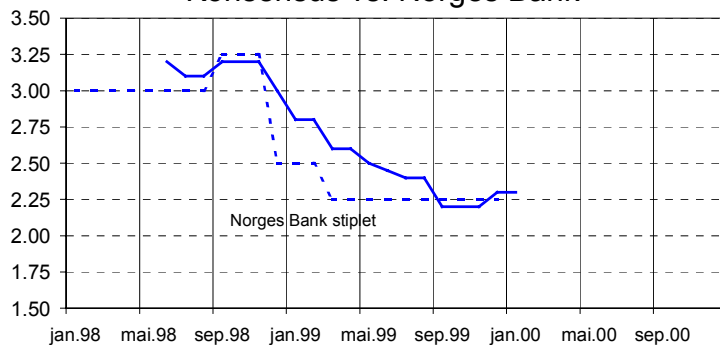


Kilder: Consensus Economics og Norges Bank

For 2001 er det tidlig å trekke noen sikre konklusjoner, men så langt har Norges Bank, som riktignok publiserte sine anslag tidligere enn de private aktørene som rapporterer inn til Consensus Economics, ”kommet etter” og oppjustert sine anslag til markedets forventninger for veksten i fastlandsøkonomien.

b) Nærmere om anslagene for prisstigningen

Anslag for prisstigningen 1999 Konsensus vs. Norges Bank

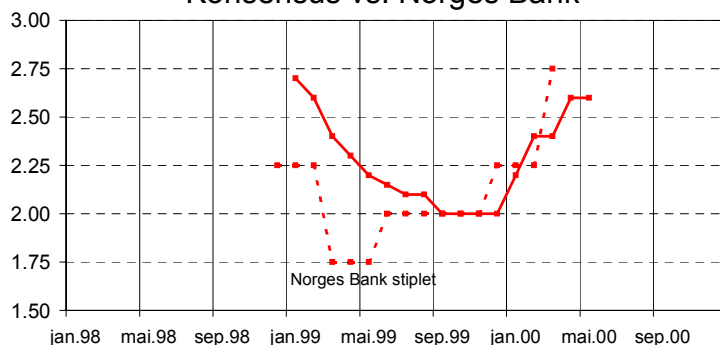


Kilder: Consensus Economics og Norges Bank

Anslagene for prisstigningen i 1999 og 2000 har også endret seg vesentlig gjennom prognoseperioden. Mye av disse endringene skyldes endringer i oljepriser, endringer i prisveksten for importerte varer og delvis også strømprisene. Banken har ikke publisert en sammenhengende rekke for prisstigningen eksklusive poster den mener ikke bør inngå i et mål for den reelle, underliggende prisveksten i økonomien.

De første anslagene fra Norges Bank for prisveksten i 1999 som ble gitt i gjennom 1998, pekte mot en prisvekst på 3 – 3,25%. Oljeprisfallet og nedjusteringen av veksttaket i norsk økonomi, bl.a. drevet fram av renteøkningene høsten 1998, førte til at prisanslaget ble gradvis nedjustert til 2,25%. Generelt var markedsaktørene senere til å nedjustere sine prisstigningsforventninger enn Norges Bank gjennom 1999.

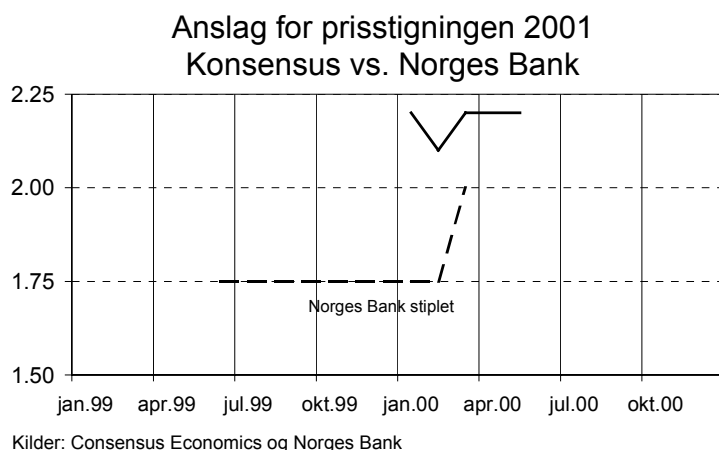
Anslag for prisstigningen 2000 Konsensus vs. Norges Bank



Kilder: Consensus Economics og Norges Bank

Anslagene for forventet prisvekst i 2000 ble nedjustert i første del av 1999, men tok seg opp gjennom fjoråret og inn i inneværende år, mye som påpekt på grunn av økte energipriser. Det ventes nå en prisvekst på 2,75% i år. På det laveste, i mars og juni i 1999, ventet banken en

prisvekst på 1,75% for 2000. Markedets anslag for prisveksten har generelt fulgt bankens anslag, men var ikke ”med på” nedjusteringene i fjor vår og sommer.



Bankens prognoser for 2001 er også marginalt oppjustert, men på grunn av en forutsatt nedgang i energiprisene, er prisveksten fortsatt anslått til beskjedne 2%. Konsensus er nå på 2,2%. Det første anslaget for prisveksten i 2002, som ble presentert i mars i år, var på 2,25% og der er ikke påvirket av ”spesielle forhold”. Prisstigningen er dermed for første gang anslått å bli høyere ”enn det eurolandene sikter i mot” (jfr. tolkningen av ECB’s inflasjonsmål foran) langt ut i prognoseperioden. Under gjennomgangen av gjennomføringen av pengepolitikken nedenfor, drøfter vi implikasjonene av dette nærmere.

Det er lov å ta feil

Vi mener ikke at det grunn å kritisere Norges Bank for at dens forventninger om den økonomiske utviklingen for inneværende år er mye endret. Vi mener den reelle økonomiske utsikkerheten etter den kraftige renteøkningen i 1998, kombinert med turbulensen på den internasjonale finansmarkedene og stor usikkerhet om den internasjonale økonomiske utviklingen, ga gode grunner for en forsiktig holdning. Bankens vurdering om at det var en betydelig usikkerheten for norsk økonomi på nedsiden, var derfor forståelig. Trolig vurderte også banken det slik at det ville være farligere i denne situasjonen å håpe på at det ville gå bra selv om rentene ikke ble kuttet, enn for sikkerhets skyld kutte rentene og eventuelt endre politikktutformingene dersom det ikke ble noe tilbakeslag i norsk økonomi. De gradvise renteendringene bidro til at banken bevarte denne handlefriheten underveis.

Nå kan man innvende at Norges Bank, på bakgrunn av de analyser som ble gjennomført, fant grunn til å senke rentene med til sammen 2,5 prosentpoeng i 1999, fordi man ønsket en sterkere vekst i 2000. Imidlertid var ikke rentekuttene generelt større enn de som allerede var priset inn i markedet og som banken la til grunn i sine analyser. Rentefallet gjennom 1999 kan derfor ikke ”forklare” at banken så langt har måttet revidere anslagene for utviklingen i norsk økonomi relativt mye.

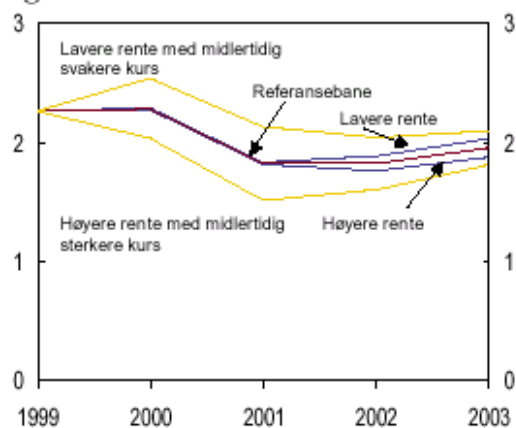
I etterpåklokskapens klare lys kan det hevdes at Norges Bank kuttet rentene for mye i 1999, utviklingen på arbeidsmarkedet og lønnsoppgjøret i vår viser at den økonomiske aktiviteten er for høy og ikke forenlig med varig lav inflasjon. Såvidt vi kan erindre, var det ikke mange i eller utenfor fagmiljøene som argumenterte med at Norges Bank kuttet rentene for aggressivt våren 1999. Også internasjonale vekstanslag er betydelig oppjustert ettersom det ble klart at verdensøkonomien kom raskt ut av ”Asiakrisen”. Økningen i oljeprisen har også vært en viktig årsak til at optimismen kom raskt tilbake til norsk økonomi.

Kritisk for bruken av pengepolitikken: Hvordan virker rentendringer på inflasjonen?

Norges Bank har selv i praksis definert et inflasjonsmål som det operative målet for pengepolitikken. Bankens virkemiddel for å nå målet er endringer i de korte rentene. Realøkonomien og de finansielle markedene skal påvirkes slik at inflasjonen blir slik banken sikter mot. Det er dermed av stor betydning hvordan renteendringer (virkemiddelet) påvirker prisstigningen i den norske økonomien (målet).

Hverken Norges Banks eller Statistisk sentralbyrås økonometrisk baserte modeller viser at det er noen særlig sammenheng mellom endringer i rentenivået og inflasjonen i Norge. I SSB's KVARTS er det en positiv samvariasjon, dvs. at økte renter fører til økt prisstigning, bl.a. fordi husleiene stiger.

Figur 5.7 Vekst i konsumprisindeksen ved 1 prosentpoeng høyere rente i 2000, 2001 og 2002.



I tilfellet med midlertidig sterkere kurs antas kursen å styrke seg med 3 prosent og deretter gradvis svekke seg tilbake til utgangsløst i 2003. Motsatt i tilfellet med midlertidig svakere kurs.

Kilde: Norges Bank

I en omtale av effekten av renteendringer i Inflasjonsrapport 99/4 fremgår det at det i Norges Banks modeller er en negativ samvariasjon, her fører høyere renter til lavere prisvekst. Mekanismen er at høyere rente demper innenlandsk etterspørsel, en renteøkning på 1 prosentpoeng reduserer etterspørselen med omlag 0,3% og 0,4% de to første årene, til sammen omlag 1% etter 2 – 3 år. En slik nedgang i etterspørselen fører imidlertid kun til en meget begrenset nedgang i prisstigningen og effekten er målbar først etter flere år i følge illustrasjoner som ledsager omtalen.

Forts. neste side

Forts. fra forrige side: Hvordan virker renteendringer?

En økning i rentenivået på 1 prosentpoeng i 3 år fører bare til en nedgang i prisstigningen 0,1 prosentpoeng etter 3 år, før det er effekten enda mindre, den er ikke målbar i det første eller det andre året rentene blir satt opp.

Analysen viser at dersom renteendringer fører til en ”en riktig” endring i valutakursen, så vil prisstigningen imidlertid raskt bli påvirket. En appresiering av kronekursen med 3% (gradvis depresierende tilbake til utgangsleiet over tre år) vil umiddelbart gi et utslag i prisstigningen på 0,3 prosentpoeng det første året og noe mer det neste året. Dersom en renteøkning fører til en appresiering av valutaen, slik at både rente- og valutakurseffekten drar i samme retning, blir renteeffekten merkbar.

Dersom sammenhengen mellom renteendringer og inflasjonen er så liten som Norges Banks egne modeller viser, uten at det er valutakursen som i realiteten ”gjør jobben”, kan det skape betydelige utfordringer for bruken av pengepolitikk i den norske åpne økonomien. ”Byrden” ved en pengepolitisk innstramning blir i større grad båret av den konkurranseutsatte enn den skjermede sektoren i økonomien, uten at inflasjonimpulsene nødvendigvis kommer fra den konkurranseutsatte sektoren. Det er også grunn til å bemerke at mens banken benytter markedsforventningene om renteutviklingen som en teknisk forutsetning i sine analyser, så benyttes en ”uendret” importveid valutakurs som teknisk kursforutsetning. Det er dermed ingen faglig begrunnede sammenhenger mellom rente- og valutakursforutsetningene.

Vi mener derfor Norges Bank bør klargjøre bedre hvordan den vurderer at pengepolitikken faktisk virker, både med og uten endringer i valutakursen. Banken har ikke drøftet hvordan større renteendringer virker, f.eks. om det må antas å være ikke-lineære sammenhenger mellom renter og etterspørsel og mellom etterspørsel og prisstigning slik at det kan være en tettere sammenheng mellom virkemiddelet og målet ved noe større renteendringer. Det er heller ikke drøftet om effekten av renteendringer vil være avhengig av referansebanen, f.eks. startpunktet for formuespriser og den finansielle balansesituasjonen for husholdninger og bedrifter.

Det vil også være av stor interesse om Norges Bank vurderer det slik at deres egne modeller ikke er relevante for vurderingen av pengepolitikken og at man i praksis vil legge en rent skjønnsmessige og pragmatisk vurderinger av effektene til grunn ved utformingen av politikken.

Det historiske erfaringsmaterialet for å vurdere effektene av en innenlandsk orientert pengepolitikk er av naturlige årsaker meget begrenset for Norge. Særlig kan forventningsdannelsen være endret. Det gjelder både selve dannelsen av inflasjonsforventningene og tiltroen til (dvs. ofte frykten for) hva Norges Bank kan gjøre for å nå sine mål. I så fall kan renteendringer virke sterkere enn det tidligere har vært mulig å påvise i norsk økonomi. Vi har bl.a merket oss bankens vektlegging av forventningsindikatorers betydning for privat konsum (f.eks. Norsk Gallup/ Økonomisk Rapports husholdningsbarometer).

En mulig tilnærming kan være å vise hvordan andre lands sentralbanker, som også legger stor vekt på inflasjonsstyring, vurderer sammenhengene mellom virkemidler og mål – selv om store forskjeller i strukturen på finansmarkedet og finansiering av ulike aktiviteter vanskeliggjør direkte sammenligninger.

Men uten en klargjøring av hvordan og hvor kraftig banken antar at renteendringer påvirker økonomien, kan bankens legitimitet i rentepolitikken bli svekket.

4.2. Om rentebeslutningene i forhold til analysene og bankens løpende kommunikasjon om rentebeslutninger og renteutsikter

Norges Bank satte ned rentene fem ganger fra januar til september i 1999, hver gang med 0,5 prosentpoeng – til sammen 2,5 prosentpoeng. Rentesatsen for bankenes innskudd i sentralbanken ble således senket fra 8% til 5,5%. Deretter lot banken rentene være uendret fra

september til april i 2000 hvor de ble hevet med 0,25 prosentpoeng til 5,75%. En viktig problemstilling er hvordan disse renteendringene har samsvart med bankens vurderinger av de økonomiske utsiktene og hvordan banken har kommunisert sin adferd til omverdenen.

Generelt har bankens kommunikasjon vedrørende rentebeslutninger bedret seg mye gjennom 1999 og inn i 2000. Banken etablerte en ny praksis sommeren 1999 med forhåndsannonserte rentemøter i Hovedstyret. Videre holdes det faste pressekonferanser med forberedte innlegg (som pressemeldinger) etter hvert møte. Samtidig har man lagt stor vekt på å motivere beslutningene og å signalisere hvordan banken ser for seg renteutviklingen i tiden som kommer. Den begrensede adgangen til pressekonferansne er imidlertid et problem, og direkte overføring via internett (lyd evt. også bilde) slik at også andre aktører enn pressen kan få førstehånds kjennskap til bankens uttalelser, vil være et ytterligere skritt i riktig retning.

Et mer grunnleggende problem er at protokollene fra rentemøtene er fortrolige, og dermed er en viktig kilde til innsyn og forståelse i bankens rentesetting fraværende.

Våren 1999: Lav forventet vekst og lav forventet inflasjon ga grunnlag for rentekuttene

Ved inngangen til 1999 viste bankens anslag at veksten i fastlands-BNP ville bli nær null i 1999 og i 2000, og at inflasjonen ville falle ned til 2,25% i 2000 og til et snitt på 1,5% i 2001 - 2002. Arbeidsledigheten ville øke fra 3,25% i 1998 til 5% i 2001. Disse anslagene ble utarbeidet med markedets forventninger om et betydelig rentefall som en teknisk forutsetning. Banken la teknisk til grunn at renten ville falle fra vel 8% høsten 1998 til i overkant av 5% innen utgangen av 1999 og ned til 5% deretter.

Norges Bank hadde på det tidspunktet ikke eksplisitt klargjort hvordan man kunne bruke bankens analyser – hvor markedets forventninger om fremtidig renteutvikling beregningsteknisk blir langt til grunn for fremskrivningene – til å vurdere om banken mente at renteforventningene ga uttrykk for en ønsket rentebane. Det var nok likevel mange som hadde en slik forståelse, og Norges Banks prognoser ga derfor støtte til forventninger om enda lavere renter enn de som var priset inn i rentekurven i midten av desember 1998 da rapporten ble presentert. Forøvrig hadde renteforventningene blitt dempet gjennom hele høsten 1998. Markedsaktørene mente at en rente på 8% ikke ville være bærekraftig over tid. En forventet rente om ett år, beregnet ut fra swap-rentene falt fra vel 6% i begynnelsen av september 1998 (etter å ha vært opp i 7% noen få dager like før rentene ble satt opp til 8% 27. august) ned til vel 5,5% ved utgangen av året. To omganger med nye kraftig svekkelse av kronekursen gjennom høsten 1998 påvirket heller ikke renteforventningene mer enn helt marginalt.

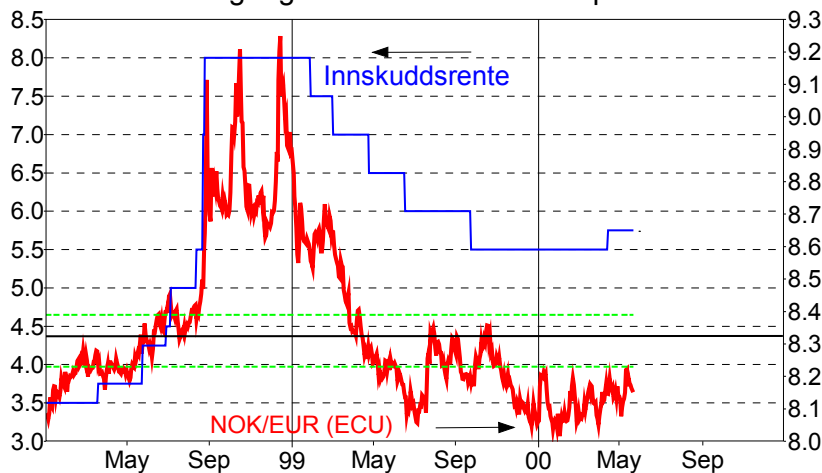
De første uttalelsene om pengepolitikken fra den nye sentralbanksjefen i media og foredrag like over nyttår 1999, styrket forventningene om en nedgang i rentene ytterligere. Markedet oppfattet at man ikke lenger utelukkende ville styre rentepolitikken etter kortsiktige svingninger i valutakursen.

Selv om kronen hadde begynt å styrke seg mot euro, var den fortsatt svakere enn ”utgangsleiet”, etter 1/1-99 normalt definert som en kurs mellom 8,23 og 8,39 mot euro, tilsvarende 103 – 105 mot ecu-indeksen. Banken satte likevel ned renten med 0,5 prosentpoeng 27. januar 1999.

Beslutningen om en senkning av renten i januar ble tatt på bakgrunn av ”utviklingen i penge- og valutamarkedene og utsiktene til en avdemping i norsk økonomi” og ”Styrkingen av kronen og utsiktene til en avdemping av presset i norsk økonomi gjør det riktig å sette ned renten nå”. Banken peker også på at ”rentedifferansen mot eurolandene er betydelig også etter rentejusteringen” – og at ”pengepolitikken er innrettet med sikte å at kronkursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet”.

Gjennom januar 1999 falt forventet rente om ett år med vel 0,5 prosentpoeng til omlag 5%. Fire nye rentekutt på til sammen 2 prosentpoeng ned til 5,5% førte ikke til at forventet rente ble ytterligere redusert, bunnen ble passert i april/mai 1999.

Kronekurs og Norges Banks innskuddsrente "Utgangsleiet" for kronen er stiplet



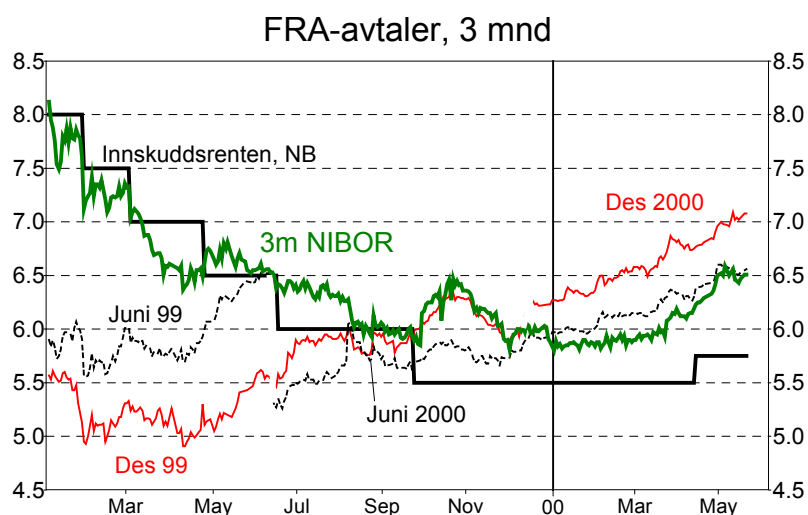
Faktisk 3 m rente og 1 års forv. rente om ett år



Norges Bank satte 3. mars 1999 ned renten på nytt, nå også med den begrunnelsen at utsiktene til en avdemping av presset i norsk økonomi ”vil føre til at pris- og kostnadsveksten etter hvert reduseres”. Også ved rentekuttet i mars var valutakursen svakere enn utgangsløyet.

Det tredje rentekuttet 23. april kom etter at banken i Inflasjonsrapport nr. 99/1, publisert 25. mars hadde nedjustert både vekst- og prisanslag for 1999 og inflasjonsanslaget for 2000 fra 2,25% til 1,75%, mao. en betydelig reduksjon. Banken ga dermed støtte til markedets forventninger om at norske renter ville komme ytterligere ned. Norges Bank argumenterte implisitt for at rentene helst burde ha vært enda lavere enn marked ventet fordi veksten ville bli meget lav og inflasjonen under det eurolandene siktet mot i 2000. På pressekonferansen etter rentemøtet 23. april, som ble innledet med en orientering som også ble publisert (en ny, og meget prisverdig praksis), uttrykte banken eksplisitt at forventningene om lavere rente fant støtte i bankens analyser av utviklingen i norsk økonomi. ”Renten vil reduseres gradvis etter hvert som ny informasjon bekrefter at grunnlaget for kursstabilitet styrkes”. Dermed bekreftet banken tolkningen av inflasjonsrapporten og signaliserte banken at rentene mest sannsynlig ville bli satt videre ned.

Markedsforventningene ble imidlertid ikke ytterligere nedjustert hverken av inflasjonsrapporten i mars eller det faktiske rentekuttet i april, tvert i mot, renteforventningene begynte allerede gjennom april å peke oppover, se f.eks. renten på juni 3 mnd. FRA-kontrakten¹⁰ på grafen nedenfor. Renten steg fra omlag 5,25% i april til 6,5% i løpet av noen uker, markedets forventninger til videre rentekutt ble dempet.



¹⁰ FRA-kontraktene viser markedets forventninger til renten på et fremtidig tidspunkt. En juni 3 mnd FRA-kontrakt er renten som må betales for å låne penger med tre måneders løpetid fra omlag 20. juni. Når FRA-rentene ligger lavere enn den faktiske pengemarkedsrenten (med samme løpetid) indikerer det at markedet venter at Norges Bank vil senke rentene – og omvendt. Renteøkningen før årsskiftet 1999/2000 skyldes usikkerhet rundt årstusenskiftet og om tilgangen på kreditt over årsskiftet.

Pressekonferansen etter rentemøtene som medium for å kommunisere rentepolitikken

På pressekonferansen etter møtet i Hovedstyret i april 1999, som på de senere, har banken i pressemeldingen langt stor vekt på forklare sine beslutninger og samtidig annonsere om den antar at neste renteendring blir en renteøkning eller en reduksjon eller om banken ikke ser behov for å endre rentene med det første.

Norges Bank trekker i pressemeldingene, som i inflasjonsrapporten, fram en lang rekke forhold når den økonomiske utviklingen omtales. Først omtales om det har skjedd noen endringer i forhold til analysene i den siste inflasjonsrapporten, deretter eksemplifiseres analysen med henvisning til forhold på etterspørselssiden i økonomien (f.eks. privat forbruk og investeringer), på tilbudssiden (f.eks. arbeidsmarkedet), det nominelle forløpet (f.eks. lønns- og prisutvikling, valutakurs og importpriser), aktivapriser (boligpriser), finansmarkedet (f.eks. kredittveksten) og andre politikkområder (finanspolitikken). Det legges stor vekt på å få fram usikkerheten, både når det gjelder forhold som "trekker opp" og som "trekker ned".

Selv om drøftingen med nødvendighet blir kortfattet i en pressemelding, og mange kan bli fristet til å legge for mye i enkeltformuleringer eller i enkeltforhold som er trukket fram, finner vi det hensiktsmessig at banken gir en bred, om enn ikke dyp, begrunnelse for sine beslutninger. Det bidrar til å øke forståelsen for hvilke forhold banken legger vekt på i sin skjønnsutøvelse. Det bør gi både publikum og markedsaktører bedre innsikt i (og forhåpentligvis forståelse for) bankens adferd og det øker åpenbart forutsigbarheten.

De eksplisitte vurderingen av utsiktene for renteutviklingen i siste del av pressemeldingene er enda viktigere for å øke forutsigbarheten for bankens handlinger. Banken uttrykker her i hvilken retning rentene vil endres, og dels også i hvilket tempo det vil skje. Denne praksisen er blitt raffinert gjennom 1999, og har trolig funnet en tilfredsstillende form i vår. I perioder har formuleringene vært unødige uklare, jfr. uttalelsen om at man er "på eller nær rentebunnen" vs. "at det er like sannsynlig at neste renteendring er opp som ned".

De siste rentekuttene, bunnen nærmer seg

Bankens to siste rentekutt på 0,5 prosentpoeng i juni og september 1999 kom hhv. en uke før og en uke etter fremleggelse av Inflasjonsrapportene 99/2 og 99/3. I Inflasjonsrapport 99/2 ble vekstanslagene for både 1999 og 2000 oppjustert med ½ prosentpoeng. Forventet prisstigning i 2000 og 2001 ble oppjustert 0,25 prosentpoeng til hhv 2% og 1,75%. Inflasjonen var dermed fortsatt anslått å bli på linje med det eurolandene sikter mot, men "bunnen" var passert, både for vekstanslagene og prisanslagene. Karakteristiske nok var overskriften i sentralbanksjefens leder "På tryggere grunn?". Men spørsmålsteget var beholdt.

Allerede ved rentemøtet i august 1999 ble det signalisert at tempoet i rentenedgangen ville bli mindre enn i første halvår dersom den økonomiske utviklingen blir omlag som anslått i inflasjonsrapporten. Selv om det ikke fremkom særlige endringer i anslagene for den økonomiske utviklingen i inflasjonsrapporten i september, var tonen likevel mer positiv, bl.a. som følge av en mer optimistisk vurdering av de internasjonale konjunktorene.

Ved rentemøtet i september fremkom det ved innledningen til pressekonferansen at man hadde vurdert om renten burde kuttet 0,25 eller 0,5 prosentpoeng. Når 0,5 prosentpoeng kutt ble valgt, annonserte banken at "rommet for ytterligere rentenedgang ville være lite". Vurderingen var

likevel ”at det var mer sannsynlig for at den neste (rente)endring vil være en reduksjon er større enn for at det blir en økning”. Men man fant imidlertid grunn til å presisere ”dersom utviklingen blir om lag som forventet, at en eventuell reduksjon vil være mindre enn de reduksjoner vi hittil har gjennomført”.

Dette var et ganske klart signal om at banken anså at rentebunnen var ganske nær. I ettertid viste det seg å være et riktig signal å sende ut. Rentene i FRA-markedet (f.eks. 3mnd fra juni 2000) steg omlag 0,2 prosentpoeng i løpet av et par uker etter inflasjonsrapporten og rentemøtet.

Etter rentemøtene i oktober og november ble formuleringene om at ”sannsynligheten for at neste renteendring vil være en reduksjon er større enn for at det blir en økning” igjen benyttet, men det ble tilføyet at ”rommet for ytterligere rentenedgang være begrenset”.

Norges Bank på ”hold”

Ved fremleggelsen av Inflasjonsrapport 99/4 i desember oppjusterte Norges Bank sine vekstanslag for 2000 ytterligere 0,5 prosentpoeng til 0,75%. Anslaget for prisstigningen i 2000 ble også oppjustert, fra 2% til 2,25%. Tonen i rapporten var klart mer optimistiske enn ved de tidligere rapportene i 1999, og man så at vekstpausen ville bli kortere og grunnere enn før antatt. Videre ble det lagt det stor vekt på to-delingen av økonomien, hvor sterk vekst i offentlig sektor og i privat konsum vil føre til at presset i arbeidsmarkedet for tjenesteytende næringer og offentlig sektor holdt seg høyt. På den annen side var lønnsomheten i store deler av industrien presset av et høyt kostnadsnivå og det demper investeringene samtidig som oljeinvesteringene falt markert. I lederartikkelen til rapporten vises det til at ”Renten ble satt ned i begynnelsen av året for å redusere faren for nedgangstid med deflasjon. Over tid er det viktig med symmetri i rentesettingen. En slik symmetri er nødvendig for å opprettholde tilliten til nominell stabilitet”.

Lederkommentaren hadde overskriften ”Ti år med stabilitet”. Det ble her referert til den nominelle stabiliteten, med lav inflasjon gjennom 90-tallet, åpenbart ikke til den realøkonomiske utviklingen.

På pressekonferansen etter rentemøtet 22. desember, hvor rentene ikke ble endret, het det at ”Risikoen for markert nedgang synes å være mindre enn da vi la fram den forrige inflasjonsrapporten”. Banken annonserte deretter at ”Med den utviklingen som våre analyser viser, ser renten ut til å være på eller nær bunnen i denne sykkelen”. Banken hadde da som før lagt til grunn markedets forventninger om renteutviklingen til grunn for analysen. Slik banken tolket rentekurven på det tidspunktet, var det ventet en rentereduksjon på omlag 0,25 prosentpoeng fra nivået i desember fram til midten av 2000.

Bankens argumentasjon var dermed logisk, man ville nå den prisstigningen eurolandene sikter mot, men mange av argumentene som ble trukket fram, tilsa at usikkerheten var på

oppsiden. Dermed var behovet for å kutte rentene ytterligere begrenset, selv om det var lagt ytterligere rentekutt til grunn i utarbeidelsen av de økonomiske anslagene.

Markedsrentene ble ikke påvirket av inflasjonsrapporten eller den endrede formuleringen om utsiktene for neste renteendring.

Norges Bank holdt rentene uendret i januar 2000. Banken benyttet den samme formuleringen om at rentene var ”på eller nær bunnen”.

I pressemeldingen fra februarmøtet summerer banken opp vurderingene om den økonomiske utviklingen med at ”Den informasjon vi har fått siden arbeidet med den forrige inflasjonsrapporten ble avsluttet, synes således å vise en noe sterke utvikling både internasjonalt og i Norge enn anslått i rapporten.” Banken foretok også en endring av formuleringen om renteutsiktene. Det het nå at der er ”like sannsynlig at neste endring i renten vil være en reduksjon som at det blir en økning”.

Slik vi fortolker den siste formuleringen innebærer en helt nøytral holdning, mens den første impliserer at rentene kan falle eller forbli uendret. Men nyansen er fin, og banken prøvde trolig ikke å signalisere en viktig endring i renteutsiktene i februar. Ettersom ordbruken ikke er klar, burde den trolig ha vært klarere. Det viktige er at banken siden september og særlig siden desember signaliserte at det var lite rom for ytterligere rentereduksjoner.

Markedsrentene trakk forsiktig opp gjennom januar og februar, omlag 0,15 – 0,25 prosentpoeng for 3 mndr. FRA-er for inneværende år (juni – desemberkontraktene).

Nye utviklingstrekk - Mot økte renter

I pressemeldingen etter rentemøtet 16. mars 2000 erkjennes det at ”Utviklingen både internasjonalt og i Norge har så langt avveket noe fra hva vi anslo i den siste inflasjonsrapporten”. Prisstigningen hadde blitt høyere, bl.a. på grunn av økningen i oljeprisen, veksten var sterkere enn antatt siste del av 1999, og mye talte for at veksten ble høyere enn banken hadde lagt til grunn også i år. Det ble referert til økningen boligprisene og til en tiltakende kredittvekst samt at bedre tider ute trakk norsk eksport opp. Valutakursen målt mot konkurransekursindeksen hadde svekket seg noe. På motsatt side ville lavere oljeinvesteringer dempe aktiviteten og man nevnte muligheten for at en korreksjon i aksjekursene kunne få negative realøkonomiske konsekvenser.

Man refererte så til den ennå ikke ferdigstilte Inflasjonsrapport 2000/01 det fremkom at risikoen for en nedgang synes å være liten. På denne bakgrunn annonserte banken at ”Tendensen i den økonomiske utviklingen og risikobildet gjør det mer sannsynlig at neste endring i renten vil være en økning enn at det blir en reduksjon”.

Dette representerte et viktig skifte i bankens vurdering av renteutsiktene.

I inflasjonsrapporten, som ble publisert en uke senere, ble vekst- og prisstigningsanslagene oppjustert slik det ble forhåndsannonsert. Veksten for inneværende år ble oppjustert fra 0,75% til 1,5% og neste år fra 1,5% til 2%. Prisstigningen ble antatt å bli høyere, fra tidligere anslått 2,25%

til 2,75% i år, fra 1,75% til 2% neste år og anslaget for prisveksten i 2002 ble økt fra 2 til 2,25%.¹¹ Dermed var det for første gang at forventet inflasjon ville bli i overkant av det eurolandene sikter mot ved ”utgangen” av prognoseperioden. Lederen i inflasjonsrapporten har den megetsigende tittelen ”Nye utviklingstrekk”.

Denne oppjusteringen av vekst- og prisanslagene skjedde selv om man beregningsteknisk la til grunn en økning i rentenivået, i tråd med markedets forventninger da prognosen ble utarbeidet. Dermed signaliserte samtidig sentralbanken implisitt at de forventede renteøkningene var i underkant av hva banken anså som nødvendig for å nå inflasjonsmålet.

Markedsrentene ble justert oppover fra offentliggjøringen av renteholdningen 16. mars og fram til slutten av mars, opptil 0,3 prosent for 3 mnd. FRA-er innenfor året. Dette viser trolig at markedet tolket Norges Banks nye signal på en riktig måte.

Renten heves – uten at valutakursen er svak, og det meldes om flere renteøkninger

Da valutakursen var svak i første del av 1999, ble rentedifferansen mot eurolandene redusert, men den var fortsatt positiv og stor. Slik sett var virkemidlene fortsatt innrettet med sikte på å bringe kronekursen tilbake til utgangsleiet, det var kun styrken i virkemiddelbruken som ble justert. De senere rentekuttene i 1999 fant sted når kronen var innenfor eller i overkant av utgangsleiet (dvs. sterkere), og avstanden til de europeiske rentene ble redusert. Den første renteøkningen under ”det nye regimet” 12. april fant sted når kronen var utenfor utgangsleiet, på den sterke siden. Selv om kronen var noe svekket i forhold til konkurransekursindeksen, representerte likevel renteøkningen en endelig manifestasjon av at den kortsiktige valutakursjusteringen var forlatt, renten ble satt opp samtidig som kronekursen var ”sterk” mot euro.

Banken gjentar i pressemeldingen hovedanalysen fra Inflasjonsrapport 2000/1, og legger til at utviklingen gjennom april støtter vurderingene i rapporten. I tillegg til at banken hevet rentene med 0,25 prosentpoeng, gjentas formuleringen fra marsmøtet om at ”Tendensen i den økonomiske utviklingen og risikobildet gjør det mer sannsynlig at neste endring i renten vil være en økning enn at det blir en reduksjon”

Gitt bankens gradvise justering av sine rentesignaler siden september i fjor, meldingen om at en renteøkning var mest sannsynlig i mars og oppjusteringen av vekst- og prisanslagene i Inflasjonsrapport 2000/1, på tross av at det var lagt til grunn en økning av rentene, var en økning av signalrentene i høyeste grad ventet. Kun de nærmeste korte FRA-rentene ble påvirket av beslutningen (juni-kontrakten).

¹¹ Det var tidligere anslått en prisvekst på 2% i gjennomsnitt for 2002/2003, men ikke publisert et eksplisitt anslag for 2002

Renten ble ikke satt opp 10. mai, men vurderingene av renteutsiktene ble opprettholdt. En svekkelse av den effektive kronekursen på 4% siden årsskiftet og flere renteøkninger internasjonalt ble nevnt som argumenter.

Var en renteøkning ”midt i lønnsoppgjøret” smart?

Det var en god del diskusjon om det var fornuftig av Norges Bank å heve rentene like mens et ganske moderat forslag til ny tariffavtale mellom LO og NHO var ute til uravstemning blant LO's medlemmer. Sentralbanksjefen uttalte allerede våren 1999 at banken ikke kunne være en part i lønnsoppgjørene og ta hensyn til disse når rentepolitikken skulle utformes. Dette ble gjentatt etter rentebeslutningen i april. Skulle banken la være å endre rentene når lønnsforhandlingene kunne påvirkes, kunne banken ikke gjøre noe med rentene fra februar til juni, ble det uttalt.

Ved å sette opp rentene på et tidspunkt som nok følte meget ubeleilig for partene i arbeidslivet, og trolig for Regjeringen, fordi det åpenbart bidro til å øke motstanden mot det anbefalte forslaget, viste Norges Bank sin uavhengige rolle. Bankens vil endre rentene når den mener det er riktig ut fra de analyser banken har utarbeidet og kommunisert, og det var ingen tvil om at banken i mars sterkt signaliserte at rentene ville bli hevet heller enn senket. Det kunne dermed bli tolket som om banken likevel ville inngi seg på å være en part i lønnsoppgjøret dersom den utsatte en allerede varslet renteøkning for å bidra til at det anbefalte oppgjøret ble akseptert av LO's medlemmer – for så å heve rentene noen uker senere.

Det var likevel ikke slik at Norges Bank ”måtte” heve renten i april av hensynet til å bevare sin troverdighet, selv om den hadde annonsert at rentene ville bli satt opp. I perioden fra september til november i var det mest sannsynlig at neste endring i rentene ville være en reduksjon, uten at det kom noen flere kutt. Det er videre kjent fra media at Hovedstyret var delt i april.

Vi er heller ikke overbevist om at Norges Bank prinsipielt må unnlate å ta hensyn til at dens adferd påvirker andres adferd dersom det igjen påvirker bankens mulighet til å nå egne mål. Sett at situasjonen var slik som i mars/april hvor Norges Bank mente at rentene over tid bør settes opp for å hindre at inflasjonen blir for høy. Dersom vi, rent hypotetisk, antar at Norges Bank visste at en renteøkning på et ”sårbart” tidspunkt ville føre til at lønnsveksten blir høyere slik at det ville bli nødvendig å heve rentene enda mer for å nå målet om en lav inflasjon, burde da banken heve rentene?

Nå vil nok banken aldri vite med sikkerhet hvordan dens beslutninger påvirker andres adferd, og svaret ligger heller i den strategien som banken allerede har lagt seg på: Å kommunisere så godt det er mulig de vurderinger banken gjør, og å skape forståelse for den uavhengige rollen banken har. Det er likevel en utfordring å hindre at det oppstår uheldige spillsituasjoner mellom de ulike elementene i den økonomiske politikken, slik også sentralbanksjefen har uttalt, bl.a. i årstalen i 1999. Dette krever at det er en god kommunikasjon mellom sentralbanken og byråkratiske/politiske myndigheter vedrørende finanspolitikken og med partene i den norske inntektsdannelsen.

5. Reformforslag og avsluttende kommentarer

5.1 Behov for nye pengepolitiske retningslinjer

Norges Bank har i realiteten gradvis fått en mer uavhengig posisjon. Det faktum at banken selv har omformulert sitt mål fra valutakursstabiliseringen *per se* til et de-facto inflasjonsmål kan betraktes som en lakmustest på økt selvstendighet. I prinsippet stiller vi oss positive til at Norges Bank blir en konstitusjonelt sett selvstendig sentralbank på samme måte som de fleste andre sentralbanker i Vest-Europa og OECD. Det vil bidra til økt klarhet og troverdighet i politikken. Vi vil likevel advare sterkt mot at myndighetene innfører en slik delegering før demokratisk valgte organer på eksplisitt vis bestemmer det egentlige operative målet for Norges Bank. Vi er derfor for at sentralbanken får uavhengighet når det gjelder virkemiddelbruk under forutsetning av den ikke får uavhengighet når det gjelder målformuleringen (slik den langt på vei har i dag). Økt selvstendighet til sentralbanken uten at det ledsages av en klar målformulering fra myndighetene kan også få den ulempen at pengepolitikken utforming blir sterkt avhengig av hvilke personer som sitter i bankens ledelse. Skulle ledelsen av en eller annen grunn brått bli endret, kan sentralbanken plutselig endre sin tolkning av forskriften fra 1994 og dermed endre pengepolitikken. Det er ikke hensiktsmessig for demokratisk velutviklede land at pengepolitikken blir personavhengig. Sentralbanken bør stilles overfor målformuleringer som er så klare at sentralbankens rentefastsettelse kan betraktes som en teknisk oppgave delegert til banken av politisk valgte myndigheter, jfr. spesielt det pengepolitiske regimet i England.¹²

Våre vurderinger tilsier at det er en umiddelbar utfordring for de politiske myndigheter å formulere en ny og klarere pengepolitikk. Det er ønskelig av hensyn til både troverdighet og behovet for at sentralbanken på konsistent vis forholder seg til retningslinjer fra demokratisk valgte myndigheter. En klargjøring av målet vil i større grad enn i dag gjøre det mulig å etterprøve bankens handlinger. Videre er det ønskelig med en utvikling i retning av større åpenhet fra bankens side når det gjelder stemmegiving og vurderinger knyttet til rentevedtak. Økt åpenhet på disse områdene må etter vårt skjønn ledsages av at representantene til Norges Banks hovedstyre oppnevnes på individuell basis og ikke lenger som representanter oppnevnt av de enkelte politiske partier eller bestemte organisasjoner.

5.2 To eksempler på en ny forskrift for Norges Bank

Vi anbefaler en ny pengepolitisk retningslinje som fokuserer på at pengepolitikken skal bidra til innenlands stabilitet ved å styre etter et fleksibelt inflasjonsmål. En introduksjon av et

¹² Den pengepolitiske målsetningen kan formuleres mer eller mindre presist av de politiske beslutningstagerne, jfr. begrepene ”mål-avhengighet” og ”instrument-avhengighet”, jfr. Favero et al. (2000).

fleksibelt inflasjonsmål kan på mange måter betraktes som et viktig grep for å gi dagens de-facto pengepolitikk demokratisk og politisk legitimitet. Vårt forslag om et fleksibelt inflasjonsmål på 2% +/- 1 prosentpoeng er noe mindre strengt enn dagens adopsjon av ECB's inflasjonsmål og der gir dermed større rom for å sikre stabilisering uten høy arbeidsledighet. Dette valg av kvalitativt mål er ikke gjort uavhengig av hva som er pengepolitisk målsetting i viktige konkurrentland. De internasjonale pengepolitiske omgivelsene spiller en viktig rolle for utformingen av Norges pengepolitikk uansett pengepolitiske mål, jfr. dagens kobling av valutakursen mot europeiske valutaer. Både ECB's mål, Bank of Englands mål, Sveriges Riksbanks mål og også USA's pengepolitikk har vært viktig for vårt forslag.

Som et eksempel kan vårt forslag om inflasjonsmål innarbeides i følgende type forskrift (som en tenkt erstatning for dagens §2):

”Norges Bank skal legge forholdene til rette for innenlands stabilitet ved å utøve pengepolitikken med sikte på jevnt lav inflasjon. Virkemidlene skal innrettes mot at forventet inflasjon på toårs sikt er 2% +/- 1 prosentpoeng.”

En slik forskrift gir uttrykk for ett entydig mål. Samtidig er forskriften fleksibel i den forstand at målsetningen gjelder to år frem i tid, og det er ingen føringer på virkemiddelbruken for å nå denne. Tidshorisonten på to år betyr at midlertidige hopp i konsumprisindeksen forårsaket av eksempelvis sesongmessige hopp i elektrisitetsprisen eller andre volatile komponenter ikke får betydning for rentefastsettelsen.¹³ Videre betyr toårs horisonten for inflasjonsmålet at Norges Bank vil være i stand til å utforme en virkemiddelbruk som sikrer stabilitet i produksjon og sysselsetting.¹⁴ Et inflasjonsmål vil innebære at sentralbanken må få uavhengighet når det gjelder virkemiddelbruk. Dette er avgjørende for bankens troverdighet. Dette vil kreve en lovendring, dvs. at dagens instruksjonsrett for de politiske myndighetene faller bort. Vi mener at det må være viktigere for de politiske myndighetene å ta tilbake makten over målutformingen enn å ha mulighet for å instruere banken når det gjelder virkemiddelbruken.

Det er videre mulig å tenke seg en alternativ type forskrift som utvider eksemplet over med eksplisitt å ivareta aktivprisbobler og valutakurs:

”Norges Bank skal legge forholdene til rette for innenlands stabilitet ved å utøve pengepolitikken med sikte på jevnt lav inflasjon. Virkemidlene skal innrettes mot at forventet inflasjon på toårs sikt er 2% +/- 1 prosentpoeng. Virkemiddelbruken må ikke

¹³ Det er her nærliggende å etterlyse en utarbeidelse av en fast ”kjerne-inflasjon” etter mønster av mange andre land.

¹⁴ Dette betyr at et fleksibelt inflasjonsmål av denne typen ligner på en politikk basert på en såkalt Taylor-regel. Vi merker oss også at et strengere inflasjonsmål (kortere horisont og/eller trangere mål intervall) ville medført en ”tøffere” virkemiddelbruk og dermed mindre stabilitet i produksjon og sysselsetting.

bidra til å skape nedgangstider, og hensyn må taes til forhold som aktiva-prisbobler (eksempelvis boligmarkedet) og valutakursutviklingen.”

I dette forskriftseksempelet kan siste setning tolkes som en ”escape clause” eller tilleggspillar som gir stor fleksibilitet i bestemte spesielle situasjoner. Det er likevel ingen tvil om hva som er det primære målet, og vi oppfatter formuleringene i siste setning som konsistente med inflasjonsmålet. (Hvis man unngår dramatiske prisbobler i eksempelvis boligmarkedet og/eller store utslag i valutakursen, ligger forholdene bedre til rette for å nå inflasjonsmålet). På den ene side kan det utvidede forskriftseksemplet kanskje få bredere almen støtte siden hensynet til innenlands stabilitet blir enda sterkere betont gjennom den siste setningen. På den annen side blir målformuleringen noe mindre klar enn i det første eksemplet.

Distinksjonen mellom fleksibilitet og klarhet er viktig. Enkelte har hevdet at den fleksibilitet som ligger i den eksisterende kursforskriften er en fordel, fordi den kan gi mulighet for å vektlegge ulike forhold på ulike tidspunkter, slik at en samlet sett får en mest mulig stabil utvikling. Dagens pengepolitikk er åpenbart klar, fordi den gir mulighet til å følge ulike mål, men er ikke nødvendigvis fleksibel. Som tidligere nevnt har Norges Bank i praksis valgt ECB’s relativt ”strenge” inflasjonsmål. En fleksibilitet som innebærer klarhet og usikkerhet omkring målsettingen for sentralbankens pengepolitikk, vil ikke ha den nødvendige troverdighet.

Det kan også vurderes om et inflasjonsmål for pengepolitikken bør forankret i lovs form, ikke bare en forskrift fra Regjeringen. Et mål formulert i en lov vil kunne styrke den demokratiske forankringen. Vi har imidlertid her forholdt oss til den gjeldende fordelingen av hva som reguleres i lov og hva som reguleres i forskrift.¹⁵

5.3 Godt kommunisert rentefastsettelse

Selv om vi har rettet flere kritiske merknader til forholdene omkring pengepolitikken forskrift og manglende formell klargjøring av målsetningene, er vi generelt positive til den operative

¹⁵ Gruppens medlem Harald Magnus Andreassen støtter forslaget om en reformulering av Norges Banks mandat for å bringe det bedre i samsvar med den faktiske praktisering av pengepolitikken. Et nytt mandat bør likevel formuleres så vidt som mulig slik at Norges Bank kan vektlegge flere forhold som påvirker stabiliteten i norsk økonomi, jfr. det andre alternativet for mandat som er referert ovenfor. På grunn av landets spesielle økonomiske situasjon i perioden med utvinning av oljeformuen, er det særlig viktig at en realappresiering av valutaen og tap av konkurransevne utover det en langsiktig, forsvarlig bruk av oljeformuen tilsier unngås. Det kan skje ved en for sterk innenlandsk kostnadsvekst, men også ved appresiering av den nominelle valutakursen, f.eks. ved at aktørene i valutamarkedene har andre vurderinger av balansekravene i norsk økonomi, ofte mer kortsiktige, enn landets myndigheter har. Eventuelle perioder av nominell valutakursappresiering kan skape forventninger i det konkurranseutsatte næringslivet om en permanent svekkelse av konkurransevnen som ikke er forenlig med den langsiktige balansen i norsk økonomi. Det kan kreve at Norges Bank annonserer sterkere ambisjoner om den langsiktige valutakursen enn andre sentralbanker finner nødvendig, og at banken i handling, f.eks. ved intervensjoner, underbygger forventninger om at slike ambisjoner blir etterlevd. Norges Bank bør, som andre lands sentralbanker i praksis også gjør, ta hensyn til aktivamarkedene og stabiliteten i finansinstitusjonene, selv om utviklingen i disse markedene på kort sikt ikke skulle utgjøre noen trussel for inflasjonen eller stabiliteten i økonomien.

gjennomføringen av pengepolitikken – gitt bankens egne presiseringer etter hvert som de ble formulert gjennom 1999. Våre vurderinger av rentefastsettelsen og kommunikasjonen rundt disse kan sammenfattes i fire punkter:

- Vi er godt fornøyd med inflasjonsrapportene. De presenterer bankens analyser på en tilfredsstillende måte. Vi skulle gjerne ha sett flere og bredere analyser av hvordan bankes virkemiddel (signalrentene) påvirker målet (en inflasjon på linje med det eurolandene styrer mot) og en nærmere klargjøring (kvantifisering) av årsakene til endringer i prognosene.
- Banken har ingen krystallkule som fører det at den kjenner en usikker økonomisk fremtid bedre enn andre, men anslagene som har vært publisert har vært rimelige, og de har vært godt begrunnet.
- Bankens rentebeslutninger har vært godt begrunnet ut fra de analyser banken har presentert i inflasjonsrapportene og i kortfattet form om nødvendig justert og kommunisert via pressemeldingene etter rentemøtene. Det har ikke fremkommet noen avvik mellom bankens analyser og faktiske handlinger, heller ikke ved den omdiskuterte renteøkningen i april i år.
- Ved å klargjøre hvordan banken ser for seg renteutviklingen i tiden som kommer, har banken økt forutsigbarheten i pengepolitikken. Bankens beslutninger har derfor ikke skapt store endringer i markedsrentene, med et lite unntak for endringen av rentevurderingene i mars i år.

5.4 Forbedret arbeidsdeling i den økonomiske politikken

Det har skjedd en betydelig endring bort fra den arbeidsdelingen solidaritetsalternativet i den økonomiske politikken la til grunn. Utgangspunktet var at finanspolitikken skulle stabilisere økonomien, pengepolitikken skulle sikre stabil NOK/EUR kurs og inntektspolitikken skulle sikre konkurranseevnen gjennom moderate oppgjør. Som konstatert innledningsvis har ikke denne rollefordelingen vært tilstrekkelig robust. Finanspolitikken isolert sett har ikke vært tilstrekkelig fleksibel for å stabilisere konjunktorene i en overopphetingssituasjon. Inntektspolitikken har gjennom flere år gitt høyere lønnsvekst enn hos handelspartnerne. Endelig har pengepolitikkens forsøk på stabilisering av NOK/EUR kursen i perioder vært lite vellykket og medført en rentefastsettelse som har forsterket konjunkturutslagene og dermed destabilisert norsk økonomi.

De skisserte utviklingstrekkene illustrerer et behov for å redefinere arbeidsdelingen i den økonomiske politikken. Et sentralt poeng er da at alle politikkområdene bør bidra til å sikre stabilitet. Imidlertid må de ulike områdene ha forskjellige delmål og virkemidler som står i forhold til de mål som skal ivaretas. I relasjon til stabiliseringsmålene er det liten uenighet om at Finanspolitikkens må brukes til å oppnå den ønskede langsiktige balansen mellom ulike sektorer i norsk økonomi ved å tilpasse bruken av oljeinntekter innenlands. Det er også bred enighet om så langt det er mulig å bruke finanspolitikken aktivt for å stabilisere realøkonomien på kort sikt.

Det er vanskelig å se hvordan inntektspolitikken skal kunne ta direkte ansvar for konkurranseevnen når valutakursen hverken er eller kan bli stabil, jfr. at den vanskelig lar seg finstyre. Dermed kan ikke partene i lønnsdannelsen ha ansvar for noe de ikke har virkemidler til å oppfylle (konkurranseevnen).

Godt fungerende institusjoner er viktige på arbeidsmarkedet, såvel som i pengepolitikken. De norske erfaringene når det gjelder inntektspolitikken er blandet og lønnsveksten har vært klart sterkere enn hos våre handelspartnere de siste årene. Gjennomgående har landet likevel klart å holde en vesentlig lavere arbeidsledighet og høyere yrkesdeltakelse enn i de fleste andre land, uten vedvarende høyere prisstigning. Den kan trolig forklares med de institusjonelle forholdene på arbeidsmarkedet, hvor man på det beste klarer å gjennomføre den kollektive fornuft, en moderat lønnsvekst og en rimelig balanse i inntektsfordelingen mellom eiere og ansatte på sikt, selv om arbeidsmarkedet etter internasjonale mål er meget stramt. Det er av stor betydning for det norske samfunnet å styrke de gode sidene ved disse institusjonelle ordningene.

Det er av stor betydning at en reformulering av pengepolitikken, som tar utgangspunkt i at valutakursen ikke kan finstyres på kort sikt, og som dermed bryter den direkte forbindelsen mellom lønnsveksten og konkurranseevnen på kort sikt, gjennomføres samtidig med at partene i inntektsdannelsen definerer nye og klare roller. Alternativet er at lønnsdannelsen uten koordinering blir disiplinert på plass ved en tilstrekkelig høy arbeidsledighet ved at penge- eller finanspolitikken blir tilstrekkelig stram. Sagt på en annen måte: Det er ingen kunst å få inflasjonen i et land ned og holde den nede, kunsten er å oppnå dette uten for store realøkonomiske kostnader – og for Norges del å klare det uten en permanent økning av ledigheten som følge av at ”de gamle” institusjonelle ordningene forvitrer. Vår langsiktige, vertikale Phillipskurve er ikke gitt en gang for alle, og den er ingen konstant naturlov, uavhengig av institusjonelle ordninger. Dette gjelder uavhengig av pengepolitiske mål.

Med hensyn til pengepolitikken mener vi at et fleksibelt inflasjonsmål, slik som redegjort for ovenfor, best vil bidra til en stabil konjunkturutvikling, jevnt lav arbeidsledighet og jevnt lav inflasjon. Samtidig mener vi at tradisjonell valutakursstabilisering i den forstand man forsøkte frem til slutten av 1998 har utspilt sin rolle i en globalisert verdensøkonomi med fri kapitalflyt. Vi har beskrevet hvordan dette regimet bidro til å forsterke konjunkturutslagene og dessuten inviterte til spillsituasjoner mellom sentralbanken og markedsaktørene. Sistnevnte egenskap bidro periodevis til å skape brå og kraftige renteendringer og dessuten uansett kraftige bevegelser i valutakursen. Satt på spissen er således tanken om stabil valutakurs blitt en illusjon som man ikke kan bygge en troverdig pengepolitikk på. Det er videre verd å merke seg at den langsiktige konkurranseevnen (realvalutakursen) ikke er avhengig av pengepolitisk regime, og det er heller ikke slik at land med inflasjonsmål systematisk har opplevd noen avskalling av konkurranseutsatte bedrifter (jfr. Steigum, 1998). Sett fra arbeidstagersiden er det dessuten viktig at et inflasjonsmål bidrar til å sikre realinntekten ettersom partene i arbeidslivet ”vet” at lønnsoppgjøret ikke blir spist

opp av økt inflasjon. Sett på denne bakgrunn burde et klart stabilitetsmål for pengepolitikken gi et bedre grunnlag for at inntektspolitikken kan bidra med moderate oppgjør i en strategi der det overordnede målet for den samlede økonomiske politikken er full sysselsetting.

Referanser

Clarida, R., J. Gali og M. Gertler (1999): "The Science of Monetary Policy: A new Keynesian Perspective", *NBER Working paper 7147*, National Bureau of Economic Research, Cambridge (Mass., USA).

Favero, C., X. Freixas, T. Persson og C. Wyplosz (2000): *One money, many countries – Monitoring the European Central Bank 2*, CEPR – Centre for Economic Policy Research, London.

Gjedrem, S. (1999): "Utfordringer for pengepolitikken", i: Ø. Thøgersen (red.), *SNFs årbok for 1999 - Økonomisk politikk i en turbulent verdensøkonomi*, Fagbokforlaget, Bergen.

Hammerstrøm, G. og J. Nicolaisen (1999): "Konjunkturutviklingen og Norges Banks vurderinger 1996-1998", *Sentralbanken i forandringens tegn: Festskrift til Kjell Storvik*, 10-19, Norges Bank, Oslo.

Persson, T. og G. Tabellini (1999): "Political Economics and Macroeconomic Policy", i: J.B. Taylor and M Woodford (eds), *Handbook of Macroeconomics, Volume 1*, Elsevier Science B.V.

Steigum, E. (1998): "Norsk pengepolitikk ved en skillevei: Fast kurs, langsiktig valutakursmål eller inflasjonsmål?", *Los Notat 9836*, Los senteret i Bergen.