



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 8

(2017–2018)

Melding til Stortinget

Ny forskrift for pengepolitikken

Innhold

1	Innledning og sammendrag	5	4.2	Norges Banks operative ansvar i pengepolitikken (§ 2)	28
2	Erfaringer med inflasjonsmål for pengepolitikken	10	4.3	Retningslinjer for avveiningene i pengepolitikken (§ 3)	28
2.1	Erfaringene med inflasjonsstyring i Norge siden 2001	10	4.4	Norges Banks informasjon til offentligheten (§ 4)	31
2.2	Inflasjonsmål i andre land	14	4.5	Bestemmelser som ikke er videreført	32
2.3	Pengepolitikk og realøkonomisk stabilitet	15	5	Forskriftens hjemmelsgrunnlag i sentralbankloven	34
2.4	Pengepolitikk og finansiell stabilitet	20	Vedlegg		
2.5	Pengepolitikk i et lavrente-regime	20	1	Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet av 28.2.2018	36
3	Oljepengebruk og konsekvenser for forskriften	24	2	Brev fra Finansdepartementet til Norges Bank av 21.2.2018	39
4	Ny forskrift for pengepolitikken	26	3	Den tidligere forskriften om pengepolitikken	41
4.1	Formålsparagrafen for pengepolitikken (§ 1)	26	4	Oversikt over synspunkter fra Norges Bank Watch gruppene	42



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 8

(2017–2018)

Melding til Stortinget

Ny forskrift for pengepolitikken

*Tilråding fra Finansdepartementet 2. mars 2018,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Solberg)*

1 Innledning og sammendrag

I finansmarkedsmeldingen som ble lagt frem våren 2016 varslet Finansdepartementet at det ble satt i gang et arbeid for å modernisere forskriften for pengepolitikken.

Den tidligere forskriften ble fastsatt i 2001 da inflasjonsmålet ble innført og samtidig med at handlingsregelen for bruken av oljeinntekter ble etablert. Ordlyden i forskriften fra 2001 er preget av de utfordringene som var aktuelle den gangen, og det er behov for å oppdatere den. Det har vært en utvikling både i tenkningen om og praktiseringen av pengepolitikken siden 2001. Et utgangspunkt for moderniseringen av forskriften har vært å fange opp denne utviklingen og bringe forskriften i samsvar med hvordan pengepolitikken i dag blir utøvd.

I arbeidet med moderniseringen av forskriften har relevante fagmiljøer vært involvert. Arbeidet har avventet og fanget opp høringsrunden om sentralbanklovutvalgets utredning.

Kongen i statsråd har ansvaret for å fatte vedtak om penge- og valutapolitikken i Norge, jf. lov 24. mai 1985 nr. 28 om Norges Bank og pengevesenet mv. (sentralbankloven) § 2. I § 2 tredje ledd heter det at: *Kongen i statsråd kan treffe ved-*

tak om bankens virksomhet. Disse vedtak kan være generelle regler eller pålegg i enkeltsaker. Banken skal ha anledning til å uttale seg før det treffes slikt vedtak. Melding om vedtak skal sendes Stortinget snarest mulig.

Ny forskrift er i dag fastsatt av Kongen i statsråd i medhold av § 2 tredje ledd i sentralbankloven, se boks 1.1. Norges Bank har uttalt seg om saken før forskriften ble fastsatt og melding er sendt til Stortinget, se vedlegg 1 og 2.

De nye retningslinjene for pengepolitikken legger et godt grunnlag for at Norges Bank kan videreføre en pengepolitikk som nyter tillit både i finansmarkedet og i samfunnet for øvrig.

Pengepolitikkenes rolle i den økonomiske politikken

De ulike delene av den økonomiske politikken må virke sammen for å oppnå en god og stabil utvikling i økonomien over tid. Lav og stabil inflasjon reduserer usikkerheten for husholdninger og bedrifter som skal ta økonomiske beslutninger for fremtiden, og er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til velstand og økonomisk vekst over tid. Økonomien fungerer bedre ved

Boks 1.1 Forskrift for pengepolitikken

§ 1 Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon.

§ 2 Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

§ 3 Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 pst. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

§ 4 Norges Bank skal jevnlig offentliggjøre de avveingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

§ 5 Denne forskrift trer i kraft straks. Samtidig oppheves forskrift 29. mars 2001 nr. 278 om pengepolitikken.

lav og stabil inflasjon enn ved høy og varierende inflasjon.

Pengepolitikken har også en viktig rolle i konjunkturstyringen. Gjennom styringsrenten kan Norges Bank påvirke rentenivået i pengemarkedet og bankenes rente på innskudd og utlån til publikum. Renten virker bredt i økonomien og påvirker beslutninger om blant annet forbruk, sparing, investeringer, produksjon og sysselsetting. Høyere rente gjør det mindre lønnsomt å låne og investere, og mer lønnsomt å spare og utsette forbruk. Økt rente vil derfor dempe den økonomiske aktiviteten. Lavere rente virker motsatt, og virkningene kan forsterkes hvis det er utsikter til at renten holdes lav lenge.

Når etterspørselen etter varer og tjenester i økonomien øker, vil produksjonen og sysselsettingen stige, og inflasjonen vil normalt også ta seg opp. Høyere rente vil da bidra til å dempe oppgangen i inflasjonen og samtidig til å stabilisere oppgangen i produksjon og sysselsetting. I en lavkonjunktur, med redusert vekst i etterspørselen, vil ledigheten stige og inflasjonen avta. Ved slike svingninger i etterspørselen etter varer og tjenester vil hensynet til å stabilisere inflasjonen og hensynet til realøkonomisk stabilitet trekke i samme retning når styringsrenten fastsettes.

I andre situasjoner kan det være økonomiske forstyrrelser som trekker i hver sin retning på inflasjonen og realøkonomien. For eksempel har økt import fra lavkostland trukket ned inflasjonen og samtidig økt kjøpekraften til norske forbrukere. Når hensynet til prisstabilitet og hensynet til

realøkonomisk stabilitet trekker i hver sin retning, må Norges Bank foreta en avveining i rentesettingen, og det vil ofte være nødvendig å bruke lenger tid på å bringe inflasjonen tilbake til målet. Flere av forstyrrelsene som har truffet norsk økonomi etter at inflasjonsmålet ble innført, har medført slike avveininger.

Finanspolitiske tiltak kan være viktige for å motvirke store konjunkturutslag. Finanspolitikken kan være særlig viktig når forstyrrelsene er store, som under finanskrisen og da oljeprisen falt kraftig, eller når renten av ulike grunner blir mindre effektiv, for eksempel når renten er nær null. For at finanspolitiske tiltak skal være virkningsfulle må de være godt planlagt og forberedt. Både budsjettprosessen og gjennomføringen av tiltakene tar normalt tid. Pengepolitiske tiltak kan derimot besluttes raskt, har tidlig virkning og virker effektivt på hele økonomien. I dag anses pengepolitikken som førstelinjeforsvaret i konjunkturstyringen.

Tidligere var pengepolitikken innrettet mot et mål om fast kronekurs mot et gjennomsnitt av valutaene til Norges handelspartnere. Formålet var stabile rammebetingelser for næringslivet og også et ønske om at Norge ikke skulle ha høyere inflasjon enn andre land. Et slikt mål for pengepolitikken bidro i lange perioder til stabilitet i norsk økonomi, men kunne tidvis også virke konjunkturforsterkende. Spekulasjon om Norges Bank ville klare å holde kronkursen stabil, førte flere ganger til at banken måtte sette renten kraftig opp for å forsvare kronkursen i perioder hvor norsk økonomi egentlig hadde behov for lavere rente, og motsatt.

Erfaringene med inflasjonsstyring for pengepolitikken har vært gode. Pengepolitikken har bidratt til godt forankrede inflasjonsforventninger og til å dempe konjunktursvingningene i norsk økonomi. I perioden etter at inflasjonsmålet ble innført i 2001 har inflasjonen vært lav og stabil, og arbeidsledigheten har gjennomgående vært forholdsvis lav.

Økende tillit til inflasjonsmålet og til inflasjonsstyringen har gjort det mulig for Norges Bank å gradvis legge mer vekt på hensynet til stabilitet i realøkonomien når renten fastsettes. I utøvelsen av pengepolitikken har Norges Bank også lagt vekt på at pengepolitikken skal være robust, noe som blant annet innebærer å bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Det har etter Finansdepartementets syn vært en god utvikling i hvordan pengepolitikken praktiseres. Fagøkonomer og partene i arbeidslivet ser ut til å dele en slik vurdering.

Norges Bank uttaler følgende om den nye forskriften, se vedlegg 1:

«Norges Bank mener at den nye forskriften klargjør mandatet for pengepolitikken og underbygger den fleksible praktiseringen av inflasjonsstyringen. Slik Norges Bank vurderer det, vil den nye forskriften ikke føre til vesentlige endringer i utøvelsen av pengepolitikken.»

Behovet for modernisering

Forskriften fra 2001 er preget av datidens tenkning om pengepolitikk. Det er oppstått en avstand mellom ordlyden og den praksis som har utviklet seg. Den nye forskriften gjenspeiler lærdommene som har vært trukket siden 2001, og også den gjeldende oppfatningen av pengepolitikkenes rolle og utøvelse.

De viktigste endringene i den nye forskriften for pengepolitikken er:

1. *Omtalen av hensynet til realøkonomisk stabilitet er endret*

I den nye forskriften er det presisert at inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel. Det gjør at pengepolitikken kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser, se punkt 2. Dette erstatter mål i den tidligere forskriften om å «bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting». Ordet «høy» er nytt og samsvarer med tilsvarende formulering fra sentralbanklovutvalgets utkast til formålsparagraf for Norges Bank. Utvalget angir at formålet for Norges

Banks virksomhet er «å opprettholde en stabil pengeverdi og fremme stabilitet i det finansielle systemet og et effektivt og sikkert betalingssystem», samt at banken ellers skal «bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting». Den nye formuleringen med ordet «høy» ligner på tilsvarende mål for den amerikanske sentralbanken («...*promote effectively the goals of maximum employment...*»). Ingen av høringsinstansene i forbindelse med høringen av sentralbanklovutvalgets innstilling hadde motforestillinger mot at ordet «høy» var kommet til. Pengepolitikken kan ikke ta et hovedansvar for høy sysselsetting, men den kan bidra sammen med en velfungerende lønnsdannelse, gode rammevilkår for arbeidsmarkedet og en finanspolitikk som fremmer vekst og stabilitet.

2. *Hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser er tatt inn i forskriften*

Internasjonalt er det bred enighet om at hensynet til finansielle ubalanser er viktig, men det er omdiskutert hvorvidt dette hensynet bør være et eget mål for pengepolitikken eller om det er dekket av de mer alminnelige hensynene til realøkonomisk stabilitet over tid. Når en slik formulering er tatt inn i forskriften, er det fordi Norges Bank i gjennomføringen av pengepolitikken har lagt vekt på å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Det synes å være bred støtte for denne praksisen i det norske økonomiske miljøet. Pengepolitikken kan ikke ta et hovedansvar for finansiell stabilitet, men den kan bidra.

3. *Måltallet for inflasjonen er endret til 2 pst.*

Da inflasjonsmålet ble satt til 2,5 pst. i 2001, ble det lagt vekt på at norsk økonomi sto foran en periode med innfasing av oljeinntekter og en ekspansjon av offentlig sektor og næringer som ikke konkurrerer med utlandet. En konsekvens var at konkurransevnen måtte svekkes og at det best kunne skje gjennom en noe høyere inflasjon enn hos våre handelspartnere. Nå er perioden med innfasing av oljeinntekter i hovedsak bak oss. Et sentralt argument for å ha et høyere mål enn andre land er dermed falt bort. I praksis har i dag alle sammenlignbare land inflasjonsmål på 2 pst. Inflasjonen i Norge har for øvrig i gjennomsnitt vært 2,0 pst. i perioden med inflasjonsstyring, samtidig som ressursutnyttelsen har vært høy og arbeidsledigheten lav, noe det var en viss usikkerhet om da målet ble fastsatt.

Forskjellen mellom et inflasjonsmål på 2 og 2,5 pst. skal ikke overdrives. Når målet heretter

settes til 2 pst., er det med utgangspunkt i at perioden med innfasing av store oljeinntekter i hovedsak er bak oss, og at det vil bringe vårt mål på linje med så godt som alle land rundt oss.

Modernisering av forskriften innebærer også en justering av enkelte lite tidsmessige formuleringer i den tidligere forskriften, se vedlegg 3:

- *Stabil valutakurs* sto sentralt i den tidligere forskriften, særlig i første ledd i § 1, og disse formuleringene var med å bygge bro fra det tidligere fastkursregimet. I en liten, åpen økonomi som den norske vil valutakursen alltid måtte veie tungt i de pengepolitiske avveingene ettersom den betyr mye både for inflasjon og for produksjon og sysselsetting. Det er likevel gode argumenter for å tone ned kronekursen og kursforventningene som mål i seg selv. Oljeprisfallet fra 2014 og politikkenringene etterpå viser at det i gitte situasjoner nettopp kan være ønskelig at valutakursen endrer seg betydelig. Et eksplisitt hensyn til stabil valutakurs kan komme i konflikt med hensynet til en stabil utvikling i økonomien. Henvisningene til kronekursen utgår derfor i den nye forskriften, men det må fortsatt legges til grunn at unødige svingninger i kronekursen kan medføre kostnader som Norges Bank i utøvelsen av pengepolitikken vil hensynta.
- Formuleringen om at pengepolitikken skal *understøtte finanspolitikken i stabiliseringen av norsk økonomi*, slik det sto i den tidligere forskriften, er en formulering som ikke lenger brukes. At det ble uttrykt slik, må ses på bakgrunn av at handlingsregelen og inflasjonsmålet kom samtidig. Nokså kort tid etter at forskriften ble fastsatt, ble arbeidsdelingen mellom pengepolitikken og finanspolitikken omtalt annerledes, og det er etter hvert blitt uttrykt at pengepolitikken er førstelinjeforsvaret i stabiliseringspolitikken. Formuleringen er erstattet av ny formulering som drøftet i punkt 1 over.
- *Unntakene* i fjerde ledd i § 1 i den tidligere forskriften, dvs. at det i utgangspunktet ikke skal tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivå, skatter, avgifter og særskilte midlertidige forstyrrelser, var trolig viktige signaler til Norges Bank og til omverdenen ved innføringen av inflasjonsstyring. Det er ikke lenger nødvendig å angi slike unntak når inflasjonsmålets fremoverskuende karakter uttrykkes klart i den nye forskriften. Det legges til grunn at Norges Bank selv foretar en vurdering av varigheten av

ulike forstyrrelser i konsumprisene og redegjør for dette i den grad det er relevant for de pengepolitiske avveingene.

- §§ 3 og 4 i den tidligere forskriften var utdaterte.

Proessen rundt modernisering av forskriften

Finansdepartementet har lagt vekt på at prosessen rundt modernisering av forskriften skulle være åpen og involvere relevante fagmiljøer. Dette har blant annet omfattet:

- Finansdepartementet arrangerte i januar 2017 et åpent seminar om pengepolitikk i samarbeid med Centre for Monetary Economics på Handelshøyskolen BI, og med bidrag fra ulike forskermiljøer i Norge og utlandet. De åtte hovedinnledningene er utgitt som arbeidsnotat fra Finansdepartementet.¹ Bidragsyttere var tidligere visesentralbanksjef i Canada John Murray, analysedirektør i Norges Bank Øistein Røisland, professor II Knut Anton Mork ved NTNU, direktør for sentrale staber i Sveriges Riksbank Anders Vredin, professor Ragnar Torvik ved NTNU, professor Steinar Holden ved UiO, professor Hilde Bjørnland ved BI og professor Øystein Thøgersen ved NHH.
- Som en del av arbeidet med modernisering av forskriften for pengepolitikken ba departementet i brev av 31.08.2016 om Norges Banks vurdering av erfaringene med pengepolitikken i Norge siden 2001. Departementet mottok svar fra banken 31. januar 2017, se Norges Bank Memo 1/2017. Vurderingene fra Norges Bank ble også omtalt i finansmarkedsmeldingen, som ble lagt frem våren 2017. Norges Bank har også på enkelte andre punkter bidratt skriftlig til departementets arbeid, jf. Norges Banks brev av 9. desember 2016.
- Sentrale temaer har også vært drøftet i bilaterale møter med enkelte fagøkonomer fra akademia og arbeidslivsorganisasjoner.

Fremstillingen i denne meldingen trekker på disse innspillene, i tillegg til de årlige Norges Bank Watch-rapportene, Norges Banks skriftserie nr. 51² og IMF's, OECD's og andre internasjonale vurderinger av erfaringene med pengepolitikken i årene etter den internasjonale finanskrisen.

¹ Se Arbeidsnotat 2017/4 *Erfaringer med inflasjonsmål for pengepolitikken*, Finansdepartementet.

² *Review of flexible inflation targeting (ReFIT)*, skriftserie nr. 51 2017, Norges Bank.

Oppbyggingen av meldingen

De påfølgende kapitlene gjør nærmere rede for endringer som er gjort i forskriften.

Kapittel 2 redegjør for erfaringer med inflasjonsmål for pengepolitikken, dels basert på internasjonale erfaringer og dels erfaringene fra Norge.

Kapittel 3 drøfter tallfestingen av inflasjonsmålet i sammenheng med innfasing av oljeinntekter. I St.meld. nr. 29 (2000–2001) som redegjorde for forskriften fra 2001, ble inflasjonsmålet blant annet begrunnet med at bruken av oljeinntekter skulle øke. Nå er det er ikke lenger utsikter til vesentlig videre innfasing av oljeinntekter, og kapitlet drøfter hvilke konsekvenser endret innfasing kan ha for opplegget av pengepolitikken.

Kapittel 4 redegjør for og begrunner den nye forskriften for pengepolitikken. Dette omfatter blant annet utformingen av formålsparagrafen for

pengepolitikken, operasjonalisering av inflasjonsmålet, betydningen av at inflasjonsstyringen er fleksibel og fremoverskuende, Norges Banks informasjonsplikt, samt modernisering av formuleringer som ikke lenger er tidsmessige.

Kapittel 5 drøfter hjemmelsgrunnlaget for forskriften i sentralbankloven. Regjeringen fastsetter nærmere retningslinjer for banken innenfor lovens rammer. Norges Bank har etter loven stor grad av uavhengighet i bruken av virkemidler for å nå målet som settes. Sentralbanklovutvalget avga 23. juni i fjor sin utredning NOU 2017: 13. Finansdepartementet følger opp utredningen, og regjeringen vil legge frem forslag til ny sentralbanklov for Stortinget. Formuleringene i den nye forskriften antas å være forenlig med ulike måter å formulere sentralbankens formål i ny lov. Forskriften for pengepolitikken må uansett hjemles på nytt etter at Stortinget har vedtatt ny sentralbanklov.

2 Erfaringer med inflasjonsmål for pengepolitikken

Norge har hatt et inflasjonsmål for pengepolitikken siden 2001. Nesten 17 år med inflasjonsstyring gir et godt grunnlag for å vurdere rammeverket. Inflasjonsstyringen vurderes å ha tjent norsk økonomi vel, se avsnitt 2.1.

Erfaringene internasjonalt med inflasjonsmål er gode. For fremvoksende økonomier er det klare tegn til at land med inflasjonsstyring har hatt en mer stabil utvikling i inflasjon, inflasjonsforventninger og produksjon enn land med alternative pengepolitiske rammeverk. For industri-land er forskjellene mindre tydelige, noe som må ses i lys av at prisstabilitet spiller en sentral rolle i de pengepolitiske rammeverkene også i landene uten eksplisitt inflasjonsstyring.

Inflasjonsstyring som rammeverk har vist seg å være robust overfor store forstyrrelser, som for eksempel den internasjonale finanskrisen. Den økonomiske veksten holdt seg bedre oppe i land med inflasjonsstyring både i 2008 og årene etter, sammenlignet med andre land. Det kan ha sammenheng med at valutakursen i større grad virket stabiliserende i land med inflasjonsmål enn i land der den ikke fikk flyte fritt. Inflasjonsstyringen bidro til en kraftfull respons i pengepolitikken da krisen rammet. Inflasjonsforventningene var godt forankret og ga sentralbankene mulighet til å iverksette omfattende tiltak for å få økonomiene på fote igjen.

I lys av de gode erfaringene har inflasjonsstyring fått en stadig økt utbredelse som rammeverk for pengepolitikken. I dag har nærmere 40 land innført inflasjonsmål for pengepolitikken, og de fleste avanserte økonomiene med inflasjonsstyring har et inflasjonsmål på rundt 2 pst., se avsnitt 2.2.

Samtidig har rammeverket møtt noen utfordringer:

- Forstyrrelsene som mange land er blitt utsatt for, har vært store og langvarige, særlig etter tusenårsskiftet. Avveilingen mellom prisstabilitet og realøkonomisk stabilitet har til tider vært krevende. Når inflasjonsforventningene er godt forankret, kan pengepolitikken bruke tid på å komme tilbake til inflasjonsmålet når det er oppstått en målkonflikt mellom de ulike hen-

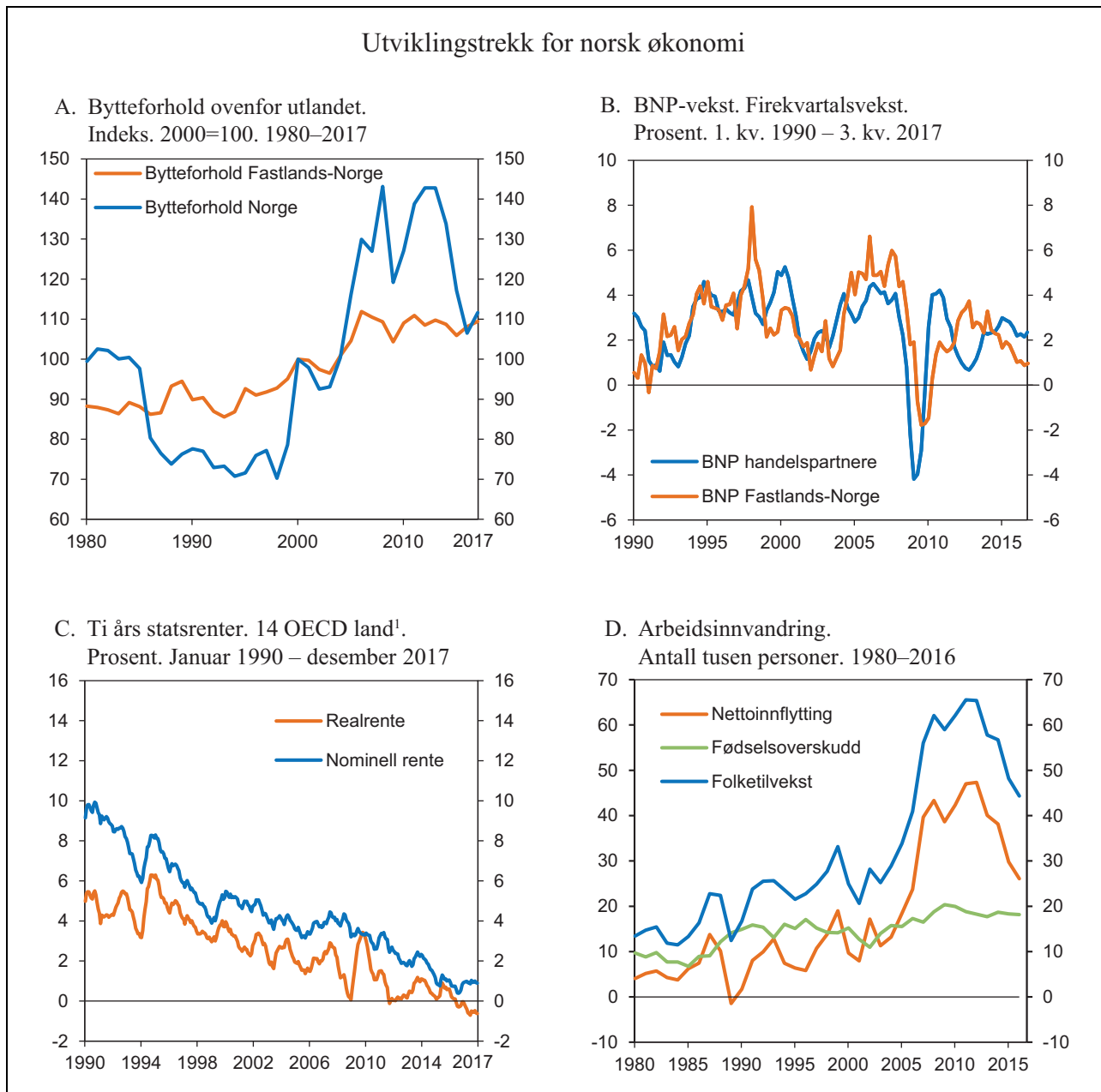
synene. I Norge har pengepolitikken spilt en gradvis større rolle i stabiliseringspolitikken og anses nå som førstelinjeforsvaret ved konjunkturforstyrrelser. Pengepolitikk og realøkonomisk stabilitet er tema for avsnitt 2.3.

- Finanskrisen var en påminnelse om at prisstabilitet ikke er en garanti for finansiell stabilitet. Det har reist spørsmål om pengepolitikken i større grad bør brukes til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser som kan true stabiliteten i økonomien på sikt. Pengepolitikk og finansiell stabilitet er tema for avsnitt 2.4.
- Den markerte nedgangen i de globale realrentene de siste tiårene har redusert handlingsrommet i pengepolitikken og muligheten for å motvirke store, negative forstyrrelser. Det har ledet til utvikling av nye instrumenter i styringen av pengepolitikken, herunder såkalte kvantitative lettelser. Det har også ledet til en debatt om alternative styringsmål for pengepolitikken kunne fungert bedre og eventuelt om inflasjonsmålene burde vært annerledes formulert. Pengepolitikk i et lavrenteregime er tema for avsnitt 2.5.

2.1 Erfaringene med inflasjonsstyring i Norge siden 2001

Inflasjonsstyringen i Norge siden 2001 har fungert godt. Det har vært en god utvikling i hvordan pengepolitikken praktiseres. Fagøkonomer og partene i arbeidslivet ser ut til å dele et slikt syn.

Inflasjonsstyringen er fleksibel. Pengepolitikken innrettes med sikte mot å nå inflasjonsmålet og samtidig bidra til stabilitet i produksjon og sysselsetting. Norges Bank har også lagt vekt på at pengepolitikken bør være robust og ta hensyn til forhold som innebærer fare for særlige ugunstige utfall, herunder bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Inflasjonsstyringen har sørget for forankring av inflasjonsforventningene. Samtidig har rommet for fleksibilitet og skjønnsutøvelse vært tilstrekkelig til at pengepolitikken har kunnet dempe utslagene på økonomien av forstyrrelser som har inntruffet, til



Figur 2.1 Utviklingstrekk for norsk økonomi

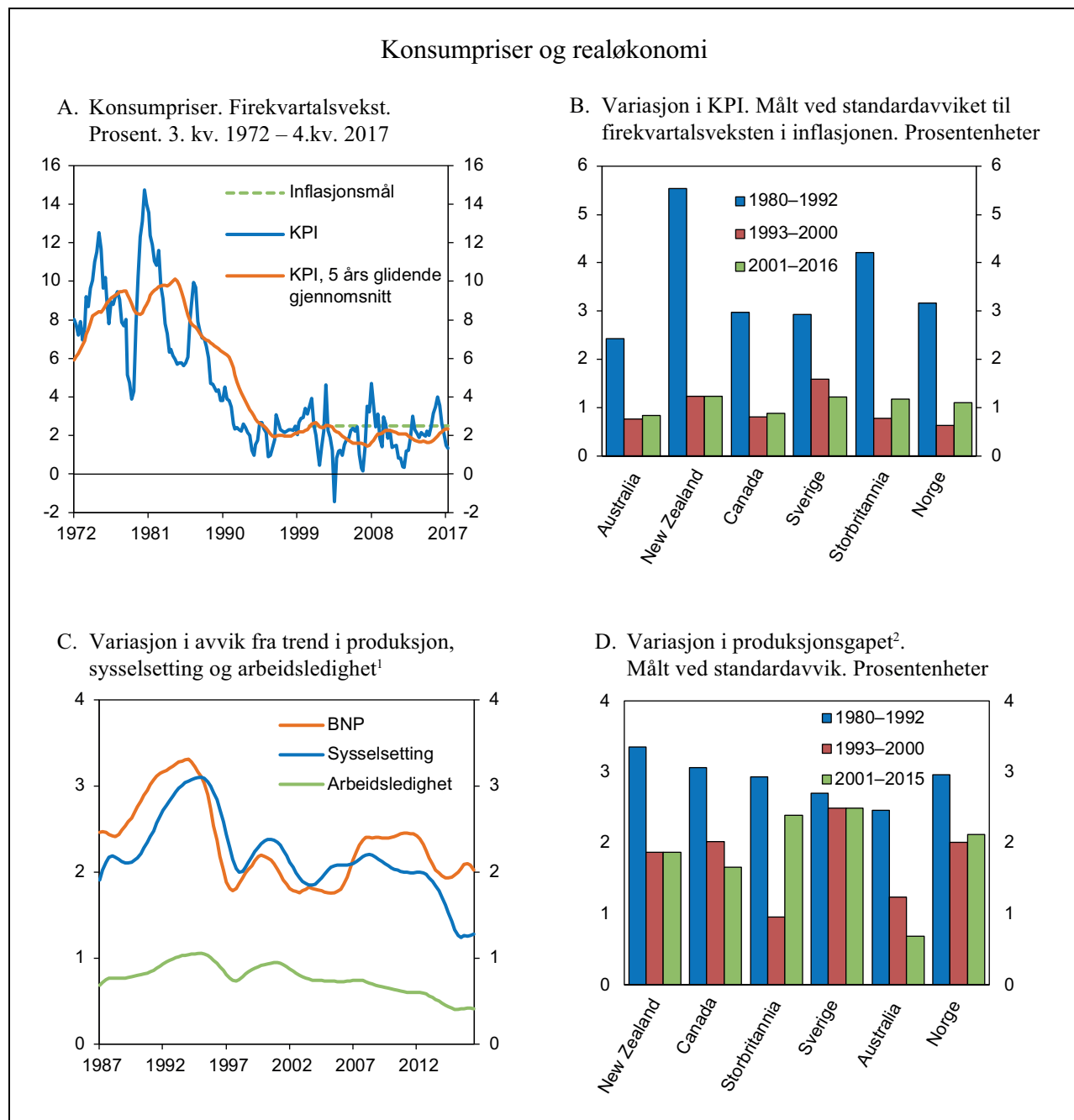
¹ USA, Tyskland, Frankrike, Italia, Nederland, Østerrike, Belgia, Sverige, Danmark, Canada, Sveits og Norge. Aritmetisk gjennomsnitt.

Kilder: Finansdepartementet, Statistisk sentralbyrå, OECD og Norges Bank.

tross for at flere av forstyrrelsene har vært store og langvarige.

Forstyrrelsene som har truffet norsk økonomi, har i hovedsak kommet fra utlandet. Det har vært store endringer i bytteforholdet, store internasjonale konjunktursvingninger, vedvarende nedgang i rentene ute og høy arbeidsinnvandring til Norge, jf. figur 2.1. Samtidig har Kina og andre fremvoksende økonomier, med et lavere kostnadsnivå, fått en større rolle i verdensøkonomien.

Inflasjonen har vært lav og stabil siden den kom ned fra høye nivåer rundt 1990. Gjennomsnittlig årsvekst i konsumprisene siden inflasjonsmålet ble innført i 2001 har vært 2,0 pst., jf. figur 2.2. Av forstyrrelsene som har inntruffet, er det flere som har bidratt til å trekke prisveksten ned enn til å trekke den opp. En vesentlig årsak til at prisstigningen har vært lavere enn inflasjonsmålet, er lav importert prisstigning som følge av økende andel import fra Kina og andre fremvok-



Figur 2.2 Konsumprisene og realøkonomi

¹ Målt ved glidende ti års gjennomsnitt av standardavviket. Det glidende gjennomsnittet er sentrert på siste kvartal. Trenden er anslått med et HP-filter med $\lambda=40\ 000$

² Trenden i BNP er anslått med et HP-filter med $\lambda=40\ 000$.

Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå, OECD, Norges Bank og Thomson Reuters.

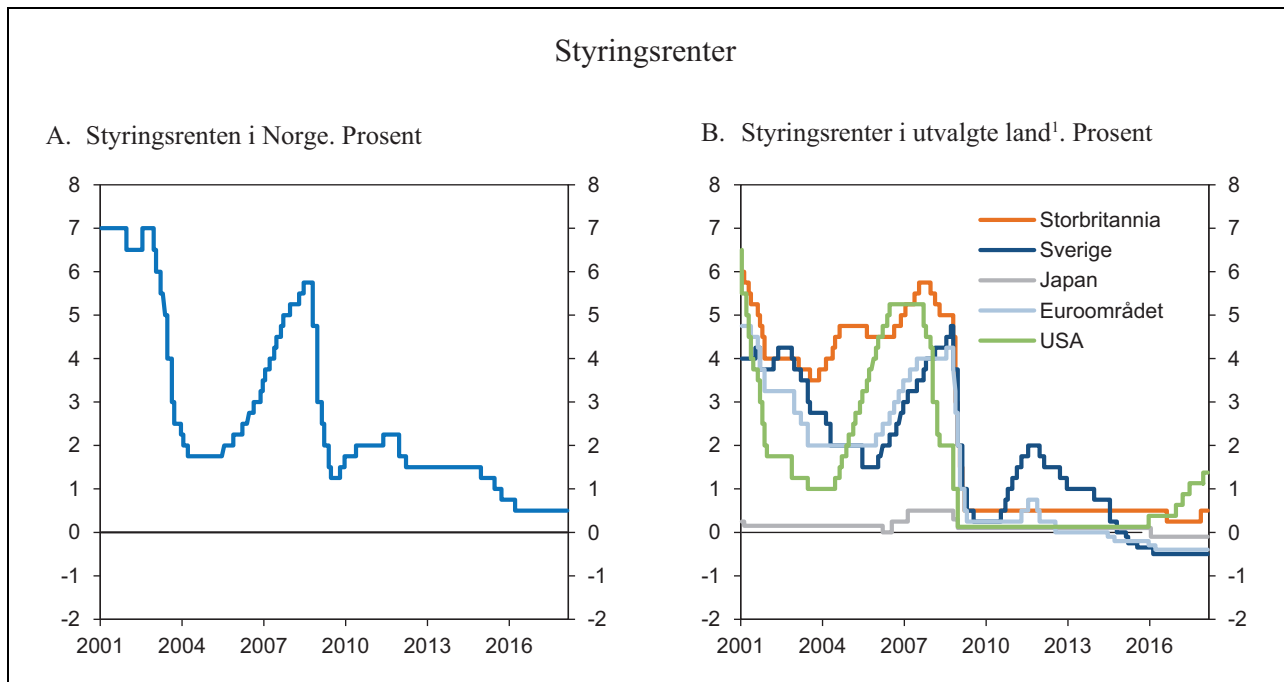
sende økonomier. I kjølvannet av oljeprisfallet fra 2014 har i tillegg lønnsveksten vært lav.

Norges Bank Memo 1/2017³ gir en grundig vurdering av erfaringene med inflasjonsstyring og hvordan utviklingen i inflasjonen og den økono-

miske utviklingen har vært i perioden etter 2001. Svingningene i inflasjonen under tiden med inflasjonsstyring har vært lavere enn på 1970- og 1980-tallet, men høyere enn på 1990-tallet, se figur 2.2 A og B. Andre land med inflasjonsstyring har hatt en tilsvarende utvikling.

Så lenge det er tillit til at sentralbanken etter hvert vil bringe inflasjonen tilbake når avvik fra

³ Norges Bank Memo 1/2017: *Erfaringer med pengepolitikken i Norge siden 2001*.



Figur 2.3 Styringsrenter

¹ ESBs innskuddsrente er benyttet f.o.m november 2008

Kilder: Norges Bank og Macrobond.

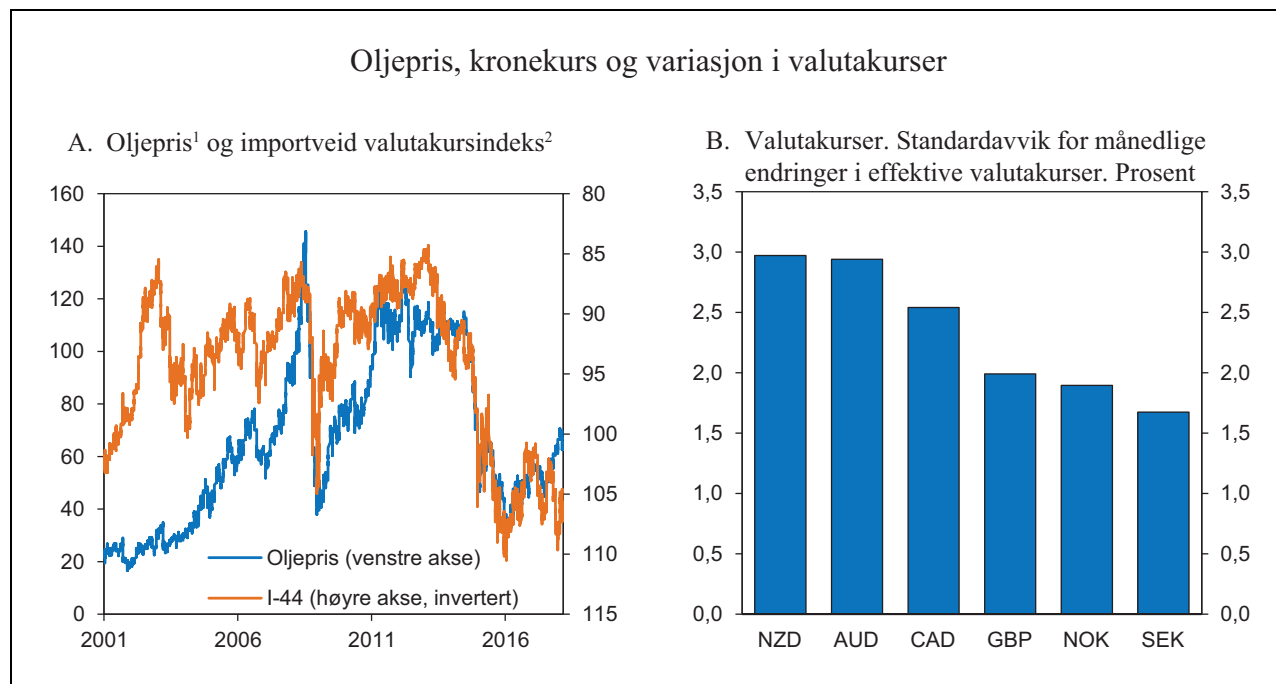
målet har oppstått, vil en viss variasjon i inflasjonen være normalt og neppe medføre særlige kostnader for samfunnet. Slike svingninger gjenspeiler også at pengepolitikken skal bidra til stabilitet i realøkonomien.

Den realøkonomiske utviklingen er blitt noe mer stabil etter at inflasjonsstyringen ble innført, se figur 2.2 C og D. Sysselsettingen har gjennomgående vært mer stabil enn på 1980- og 90-tallet. Produksjonen har svingt omtrent like mye som på 90-tallet, til tross for kraftige forstyrrelser og utfordringer knyttet til innfasing av oljeinntekter og realappresiering. Også i flere andre land med inflasjonsstyring har svingningene i produksjonen vært om lag som på 1990-tallet, og lavere enn på 1980-tallet.

Styringsrentene har vært lave både ute og hjemme i store deler av perioden etter 2001, med unntak av årene like etter tusenårsskiftet og årene før finanskrisen, se figur 2.3. Med flytende valutakurs kan den norske renten avvike fra rentene ute, men hvis renteforskjellen blir for stor, kan utslagene i valutakursen bli betydelige. Det kan skape ustabilitet i inflasjon, produksjon og sysselsetting. Med et inflasjonsmål for pengepolitikken vil derfor den innenlandske renten i stor grad være påvirket av rentene ute.

Kronen svinger i et inflasjonsstyringsregime og kan være en støtdemper når forstyrrelser inntrer. Valutakursens rolle som støtdemper ble særlig tydelig da oljeprisen falt og økonomien gikk inn i en lavkonjunktur fra 2014, se figur 2.4. Kronekursen svekket seg og bidro til å styrke konkurransevnen og forhindret at inflasjonen ble for lav. Så lenge det er tillit til inflasjonsmålet blant aktørene i økonomien, kan pengepolitikken i slike situasjoner støtte opp under endringer i kronekursen som virker konjunkturstabiliserende. Utviklingen i kronekursen har likevel vært relativt stabil sammenlignet med andre land med inflasjonsmål og med stor grad av råvarebasert eksport.

De lave rentene har bidratt til sterk vekst i formuespriser og gjeld, særlig i Norge, men også i mange andre land. Lave renter kan ha ført til at husholdninger og bedrifter undervurderer risiko og ikke tar tilstrekkelig høyde for at rentene igjen vil øke. Vedvarende oppgang i husholdningenes gjeldsbelastning har gjort husholdningene mer sårbare og bidratt til at finansielle ubalanser har bygget seg opp. Selv om det er iverksatt flere tiltak for å sikre den finansielle stabiliteten, har også pengepolitikken i noen grad søkt å motvirke finansielle ubalanser, se nærmere omtale i avsnitt 2.4.



Figur 2.4 Oljepris, kronekurs og variasjon i valutakurser

¹ USD per fat

² Stigende kurve betyr sterkere kurs

Kilder: Macrobond, Bloomberg og Norges Bank.

Samlet sett har erfaringene med inflasjonsmål for pengepolitikken i årene etter 2001 vært gode. Inflasjonsmålsstyringen har bidratt til en mer stabil utvikling i norsk økonomi, til tross for store forstyrrelser både av strukturell og konjunktorell art. Likevel er det grenser for hva som kan oppnås. I lys av erfaringene siden 2001 beskriver Norges Bank i Norges Bank Memo 1/2017 hva pengepolitikkenes rolle i den økonomiske politikken kan og bør være:

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

Departementet deler denne vurderingen.

2.2 Inflasjonsmål i andre land

Siden New Zealand innførte inflasjonsmål for pengepolitikken i 1990, har stadig flere land gjort det samme. Canada, Australia og Storbritannia fulgte like etter og innførte inflasjonsstyring i årene 1991–93. Nærmere to tiår senere har de fleste avanserte økonomier inflasjonsmål som styringsystem for pengepolitikken, og på verdensbasis har nærmere 40 land innført inflasjonsstyring. Med unntak av Finland, som har gått inn i euro-samarbeidet, har ingen land som har innført inflasjonsmål, gått bort fra dette.

Da Norge innførte inflasjonsmål på 2,5 pst. i 2001, hadde de fleste andre land et inflasjonsmål på 2 pst., men det var også enkelte land med et høyere mål. Storbritannia hadde et inflasjonsmål på 2,5 pst. og Australia hadde et intervall med midtpunkt på 2,5 pst. Storbritannia nedjusterte sitt inflasjonsmål til 2 pst. i 2003 i forbindelse med at de byttet målvariabel til en konsumprisindeks som over tid hadde vist litt lavere vekst enn den gamle. Australia har holdt fast ved sitt opprinnelige inflasjonsmål på 2–3 pst., og er blant de få sammenlignbare land som i dag har et mål høyere enn 2 pst. Sverige har holdt fast ved et måltall på 2 pst. Den europeiske sentralbanken innførte et mål på under 2 pst., og har senere presisert det til *nær*,

Tabell 2.1 Inflasjonsmål i andre land. Prosent

	Innført ¹	Opprinnelig inflasjonsmål	Nåværende inflasjonsmål
Australia	1993	2-3	2-3
Canada	1991	2	2
Euroområdet	1999	Under 2	Nær, men under 2
Japan	2013	2	2
New Zealand ²	1990	0-2	1-3
Storbritannia ³	1992	1-4	2
Sveits	2000	Under 2	Under 2
Sverige	1995	2	2
USA	2012	2	2

¹ Enkelte land annonserte overgangen til inflasjonsmål i forkant av innføringen

² Intervallet ble hevet til 0–3 pst. i 1996, dernest til 1-3 pst. i 2002

³ I 1995 ble målet endret til et inflasjonsmål på 2,5 pst.

Kilder: Sentralbankenes hjemmesider på internett.

men under 2 pst. Den amerikanske sentralbanken innførte et eksplisitt inflasjonsmål på 2 pst. i 2012.

Oppsummert har de aller fleste sammenlignbare økonomier et mål på 2 pst., et intervall med 2 pst. som midtpunkt, eller et mål på nær, men under 2 pst., se tabell 2.1.

2.3 Pengepolitikk og realøkonomisk stabilitet

Lav og stabil inflasjon er det beste bidraget pengepolitikken kan gi for å fremme høy velferd og økonomisk vekst over tid. Når inflasjonen er lav og stabil, reduseres usikkerheten for husholdninger og bedrifter som skal ta økonomiske beslutninger for fremtiden. Økonomien fungerer bedre ved lav og stabil inflasjon enn ved høy og varierende inflasjon.

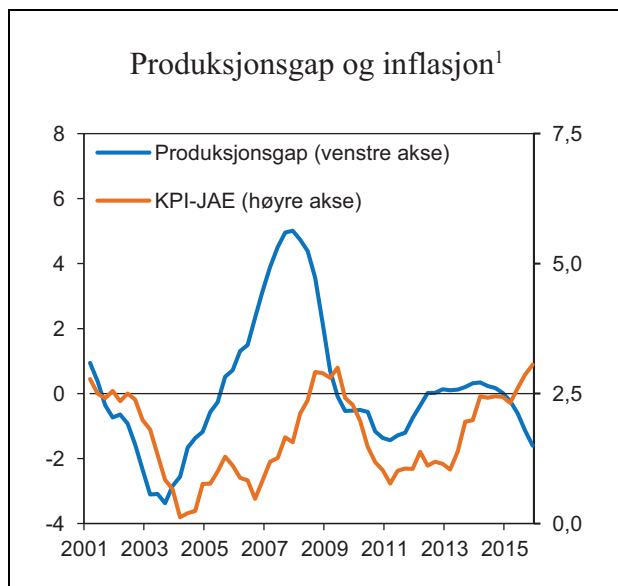
Pengepolitikken har også en viktig rolle i konjunkturstyringen. Gjennom styringsrenten kan Norges Bank påvirke rentenivået i pengemarkedet og bankenes rente på innskudd og utlån til publikum. Renten virker bredt i økonomien og påvirker beslutninger om blant annet forbruk, sparing, investeringer, produksjon og sysselsetting. Høyere rente gjør det mindre lønnsomt å låne og investere, og mer lønnsomt å spare og utsette forbruk. Økt rente vil derfor dempe den økonomiske aktiviteten. Lavere rente virker motsatt, og virkningene kan forsterkes hvis det er utsikter til at renten holdes lav lenge.

Når inflasjonsstyringen er fremoverskuende og inflasjonsforventningene er godt forankret, er forutsetningene til stede for at pengepolitikken også kan legge vekt på stabilitet i produksjon og sysselsetting. Det er dette som ligger i fleksibel inflasjonsstyring. Pengepolitikkenes rolle i konjunkturstyringen er blitt gradvis tydeligere under tiden med inflasjonsstyring, og den anses nå som førstelinjeforsvaret.

På kort og mellomlang sikt kan det være nødvendig med en avveining i pengepolitikken mellom hensynet til prisstabilitet og hensynet til realøkonomisk stabilitet.

Når etterspørselen etter varer og tjenester i økonomien øker, vil produksjonen og sysselsettingen stige, og inflasjonen vil normalt også ta seg opp. Høyere rente vil da bidra til å dempe oppgangen i inflasjonen og samtidig bidra til å stabilisere produksjon og sysselsetting. I en lavkonjunktur, med redusert vekst i etterspørselen, vil ledigheten stige og inflasjonen avta. Ved slike svingninger i etterspørselen etter varer og tjenester vil hensynet til å stabilisere inflasjonen og hensynet til realøkonomisk stabilitet trekke i samme retning når styringsrenten fastsettes.

I andre situasjoner kan det være økonomiske forstyrrelser som trekker i hver sin retning på inflasjonen og realøkonomien. For eksempel har økt import fra lavkostland trukket ned inflasjonen og samtidig økt kjøpekraften til norske forbrukere. Dersom pengepolitikken da bare legger vekt på inflasjonen, vil de realøkonomiske sving-



Figur 2.5 Produksjonsgap og inflasjon

¹ Før 2003 benyttes Norges Banks beregnede serie for KPI-JAE

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

ningene bli større, noe som i neste omgang kan undergrave grunnlaget for lav og stabil inflasjon frem i tid. I slike situasjoner må Norges Bank i rentesettingen foreta en avveining mellom hensynet til prisstabilitet og hensynet til realøkonomisk stabilitet, og det vil ofte være nødvendig å bruke lenger tid på å bringe inflasjonen tilbake til målet. Flere av forstyrrelsene som har rammet norsk økonomi etter at inflasjonsmålet ble innført, har medført slike avveininger, for eksempel i årene før finanskrisen, se figur 2.5. Inflasjonsstyring som styringssystem for pengepolitikken har vist seg å fungere godt ved slike forstyrrelser.

Arbeidsdelingen i stabiliseringspolitikken

Forståelsen av arbeidsdelingen i stabiliseringspolitikken har endret seg de siste 20 årene. I 2001 da forskriften ble fastsatt, var formuleringen at pengepolitikken skal *understøtte finanspolitikken* ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting, jf. den tidligere forskriftens § 1 første ledd, andre setning. Etter hvert er pengepolitikken blitt omtalt som *førstelinjeforsvaret* i stabiliseringspolitikken. Thøgersen-utvalget⁴ drøfter denne dreiningen i tyngdepunktet i stabiliseringspolitikken og sier i avsnitt 3.3:

⁴ NOU 2015: 9 *Finanspolitikk i en oljeøkonomi* – praktisering av handlingsregelen (Thøgersen-utvalgets rapport).

«I praksis fikk pengepolitikken ganske raskt et hovedansvar i konjunkturstyringen, og i proposisjonen der tiltakspakken ble lagt fram i januar 2009, omtales pengepolitikken som førstelinjeforsvaret for å møte et tilbakeslag i økonomien. Liknende formulering er siden blitt brukt mange ganger i budsjettokumentene. Samtidig har det hele tiden blitt understreket at ved store konjunkturbevegelser må også finanspolitikken bidra. [...]

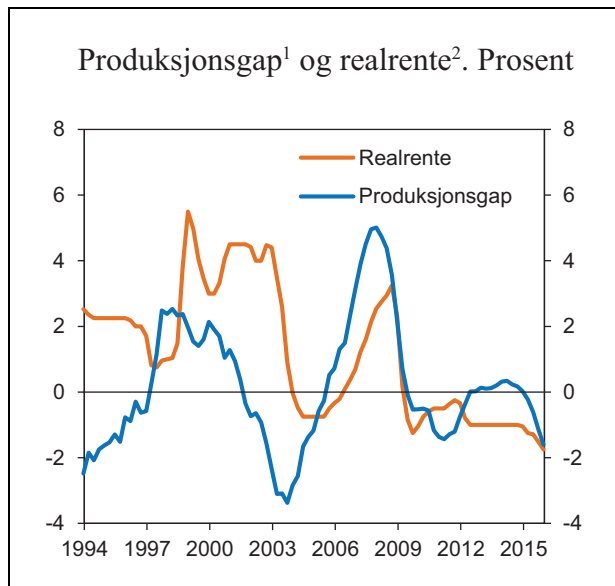
I årene etter at inflasjonsmålet ble innført har det skjedd betydelige endringer i måten pengepolitikken utøves på. Endringene har bidratt til å befeste pengepolitikkenes rolle i konjunkturstyringen.»

Måten penge- og finanspolitikken er blitt omtalt og utøvd på de senere årene, innebærer at formuleringen «pengepolitikken skal understøtte finanspolitikken i å stabilisere økonomien», ikke lenger er dekkende. Arbeidsdelingen i stabiliseringspolitikken er snarere omvendt. Pengepolitiske tiltak kan besluttes raskere, og har tidligere virkning enn finanspolitiske tiltak. Det kan ta lenger tid å gjennomføre finanspolitiske tiltak. De besluttes gjennom budsjettvedtak, som normalt er årlige, og tiltakene, særlig på utgiftssiden, kan ta tid å få satt i gang. Dessuten innebar handlingsregelen for bruk av oljeinntekter, som ble innført samtidig med inflasjonsmålet, at finanspolitikken fikk et mer langsiktig siktemål.

Etter at inflasjonsmålet ble etablert i 2001 har pengepolitikken bidratt til å dempe konjunktursvingningene i norsk økonomi, se figur 2.6. Renten ble satt raskt og mye ned under finanskrisen. Da oljeprisen begynte å falle sommeren 2014, var pengepolitikken særlig effektiv fordi den ga svakere kronkurs og stimulerte vekst i konkurranseutsatt sektor. Torvik (2017) argumenterer for at pengepolitikk er et vesentlig mer målrettet virkemiddel enn finanspolitikk ved tilbakeslag som skyldes lavere oljepris eller lavere oljeinvesteringer.⁵

Med styringsrenter nær null, slik situasjonen har vært i mange land etter den internasjonale finanskrisen, kan likevel tradisjonell pengepolitikk bare i begrenset grad spille en rolle i stabiliseringspolitikken. Både OECD og IMF har argumentert for at pengepolitikken blir mindre effektiv og finanspolitikken mer effektiv, ved tilbakeslag som skyldes for høy gjeld i privat sektor og

⁵ Torvik, Ragnar (2017): *Pengepolitikk eller finanspolitikk i konjunkturstyringen?* i Arbeidsnotat nr. 4/2017 Erfaringer med inflasjonsmål for pengepolitikken, Finansdepartementet.



Figur 2.6 Produksjonsgap og realrente

¹ Produksjonsgapet er anslått med et HP-filter med $\lambda=40\,000$. Produksjonsgapet er glattet tre kvartaler

² Foliorenten minus 2,5 pst.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

når renten er nær null. Mange land satte i verk finanspolitiske tiltak for å motvirke tilbakeslaget som fulgte den internasjonale finanskrisen.

Finanspolitikken må således særlig trå til når forstyrrelsene er store, som under finanskrisen og da oljeprisen falt, eller når renten av ulike grunner blir mindre effektiv, for eksempel når renten er nær null. I slike situasjoner er det viktig å ha tilstrekkelig statsfinansielt handlingsrom til å kunne bruke finanspolitikken. Ved kraftige konjunkturtilbakeslag svekkes statsbudsjettet som følge av automatiske stabilisatorer, og inntektssvikt man tror er konjunkturrelle kan være strukturelle. Mange land kan oppleve at det ikke er så lett å bruke finanspolitikken i slike situasjoner, til tross for at det nettopp er da den er særlig effektiv og bør spille en rolle i stabiliseringspolitikken.

Selv om pengepolitikken har et førstelinjeansvar i konjunkturstyringen, kan den ikke ta et hovedansvar for *nivået* på produksjon og sysselsetting. Den kan likevel bidra sammen med blant annet en velfungerende lønnsdannelse, gode rammevilkår for arbeidsmarkedet og en finanspolitikk som fremmer vekst og stabilitet.

Fremoverskuende inflasjonsstyring

Inflasjonsstyring er i sin natur fremoverskuende. Det har sammenheng med at renteendringer påvirker inflasjon og produksjon og sysselsetting

med et tidsetterslep. Hvor langt frem man ser i rentesettingen, avhenger også av hvor stor vekt som tillegges hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting.

Inflasjonsmålet fra 2001 lyder slik:

«Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 pst.»

St.meld. nr. 29 (2000–2001), som ble publisert samtidig med forskriften om pengepolitikken, ga veiledning til hvordan målet skulle tolkes:

«Dersom prisstigningen i en periode avviker vesentlig fra målet, skal Norges Bank sette renten med sikte på at konsumprisveksten gradvis bringes tilbake til målet, slik at en unngår unødige svingninger i produksjon og sysselsetting.»

Da inflasjonsmålet ble innført, presiserte Norges Bank at styringsrenten ville fastsettes med sikte på at inflasjonen skal være 2,5 pst. *om to år*, med begrunnelse i at en vesentlig del av virkningene av en renteendring på inflasjonen vil ha kommet innen to år. Toårshorisonten ville også gi pengepolitikken fleksibilitet til å unngå unødige svingninger i produksjon og sysselsetting.

I inflasjonsstyringens tidlige fase var det viktig at inflasjonsforventningene ble godt forankret. I en kronikk i Aftenposten 29. mai 2001, like etter at inflasjonsmålet var gitt, skrev daværende sentralbanksjef Svein Gjedrem:

«Etter hvert som det blir vunnet erfaring med at renten settes etter et inflasjonsmål, vil det trolig bli større mulighet for å legge vekt på hensynet til stabilitet i realøkonomien.»

Inflasjonsstyringen er gradvis blitt mer fleksibel. Horisonten ble etter hvert endret til «1–3 år» og senere til «mellomlang sikt». Utviklingen mot en lengre og mer fleksibel horisont har vært en trend også hos andre sentralbanker med inflasjonsmål. Horisonten er blitt utvidet både fordi det har vært nødvendig når økonomien er blitt utsatt for store og langvarige forstyrrelser, og fordi det har vært mulig når inflasjonsforventningene har vært godt forankret.

Inflasjonen har vært lavere enn inflasjonsmålet i nokså lange perioder, men det har også vært perioder der inflasjonen har ligget høyere enn målet. Avvikene mellom faktisk inflasjon og inflasjonsmålet har tidvis bidratt til å gjøre avveien

mellom hensynet til lav og stabil inflasjon og hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting krevende. Å se lenger frem i pengepolitikken har vært en måte å imøtekomme flere hensyn.

Betydningen av forankrede inflasjonsforventninger

Forventninger om fremtidig inflasjon spiller en viktig rolle for mange økonomiske beslutninger. Inflasjonsforventningene har betydning for blant annet prissetting, lønnsdannelse og prising av finansielle aktiva. I tillegg påvirker inflasjonsforventninger konsum- og investeringsbeslutninger gjennom virkningen på realrenten. Når inflasjonsforventningene er forankret, vil en gitt endring i sentralbankens styringsrente gi en sterkere og mer forutsigbar endring i realrenten. Dersom det er tillit til pengepolitikken, vil også signaler fra sentralbanken om fremtidig pengepolitikk kunne ha en effekt på forventningene, og det kan bidra til å gjøre pengepolitikken mer effektiv.⁶

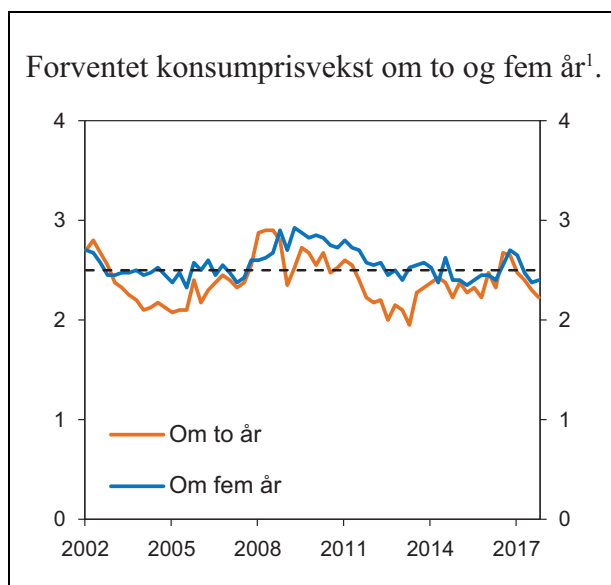
Inflasjonsforventningene er forankret når forventningene om inflasjonen på mellomlang og lang sikt er nær inflasjonsmålet. Forankrede inflasjonsforventninger er avgjørende for at pengepolitikken skal kunne oppfylle målet om prisstabilitet og kunne bidra til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Uten forankrede inflasjonsforventninger kan det oppstå ustabilitet i priser, lønninger og etterspørsel. Inflasjonsforventningene i Norge har jevnt over ligget nokså stabilt rundt inflasjonsmålet i perioden med inflasjonsstyring, se figur 2.7.

Jo bedre forankret inflasjonsforventningene er på målet, jo mer kan pengepolitikken brukes til å ivareta andre hensyn enn prisstabilitet, som stabilitet i produksjon og sysselsetting. Samtidig kan en risikere at forankringen glipper hvis pengepolitikken i for stor grad er rettet inn mot andre hensyn enn prisstabilitet. Forankring av inflasjonsforventningene utgjør derfor både en forutsetning for å kunne utøve fleksibel inflasjonsstyring og en begrensning på hvor fleksibel inflasjonsstyringen kan være.

Sentralbanksjef Øystein Olsen uttrykte dette slik i sitt foredrag på Centre for Monetary Economics (CME) ved Handelshøyskolen 11. oktober 2016:

«Inflasjonsstyringen som ble innført i 2001, har fungert godt. Tilliten til lav og stabil inflasjon er på plass. Prisstabilitet må alltid være penge-

⁶ Se for eksempel kapittel 4 i *Review of flexible inflation targeting (ReFIT)*, skriftserie nr. 51 2017, Norges Bank



Figur 2.7 Forventet konsumprisvekst om to og fem år. Prosent

¹ Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademien

Kilder: Epinion og Finansdepartementet.

politikkenes hovedoppgave. Når inflasjonen er godt forankret, kan pengepolitikken også bidra til en stabil utvikling i realøkonomien. Den fleksibiliteten og skjønnsutøvelsen mandatet gir, har vært en styrke for pengepolitikken og for norsk økonomi.»

Dersom inflasjonsforventningene er godt forankret, kan også den faktiske inflasjonen bli mer stabil. Når aktørene har tillit til inflasjonsmålet, vil de i større grad se igjennom kortsiktige forstyrrelser i inflasjonen. Det kan i seg selv dempe utslagene i inflasjonen ved forstyrrelser.

Det er viktig å unngå at inflasjonen og inflasjonsforventningene festner seg på et for høyt eller for lavt nivå. Kostnadene ved at inflasjonsforventningene hadde fått feste på et høyt nivå, ble erfart da mange sentralbanker måtte føre en stram pengepolitikk for å få inflasjonen ned på begynnelsen av 1980-tallet.

Inflasjonsforventninger som ligger lavere enn inflasjonsmålet, er særlig en utfordring når renten er lav og nær sin nedre grense. For å motvirke at realrenten øker når inflasjonen og inflasjonsforventningene avtar, må den nominelle renten settes ned. Når renten er nær null, begrenses pengepolitikken evne til å motvirke et vedvarende fall i inflasjonen.

De fleste sentralbanker, deriblant Norges Bank, følger løpende med på ulike mål på infla-

sjonsforventninger. Forankrede inflasjonsforventninger er ikke bare viktig for gjennomføringen av pengepolitikken – det er også en indikator på om pengepolitikken oppfyller sitt overordnede mål.

Dualt mandat for pengepolitikken

Hvor stor vekt sentralbanken skal legge på hensynet til realøkonomien, har vært gjenstand for debatt i det økonomiske fagmiljøet. Enkelte hevder at fordi det er tegn til svakere sammenheng mellom inflasjon og innenlandsk kapasitetsutnyttning i mange land, bør pengepolitikken legge større vekt på hensynet til produksjon og sysselsetting. Med et «*dualt mandat*» sidestilles hensynet til en stabil pengeverdi og hensynet til realøkonomisk stabilitet.⁷

Sentralbanklovutvalget drøftet Norges Banks rolle i konjunkturstyringen og skriver blant annet (kap. 1.1.2):

«Sentralbankens viktigste bidrag til høy aktivitet over tid er å medvirke til finansiell stabilitet og stabile priser. Når inflasjonen ventes å være lav og stabil, kan pengepolitikken legge mer vekt på å bidra til å stabilisere produksjonen og sysselsettingen. Selv om banken ikke kan bøte på svakheter i strukturer og insentiver, vil måten banken reagerer på konjunkturomslag eller kriser i det finansielle systemet, påvirke utviklingen i aktiviteten og sysselsettingen over en lengre tid. Utvalget mener derfor at sentralbanken *ellers skal bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting.*»

Det kursiverte delen av sitatet har sentralbanklovutvalget foreslått som en del av formålet for Norges Banks virksomhet. Enkelte av høringsinstansene til utvalgets utredning har kommentert dette forslaget og uttrykt at de gjerne skulle sett at loven om Norges Bank gikk enda lenger i retning av et dualt mandat enn sentralbanklovutvalget har foreslått. Norges Bank, på sin side, har derimot uttrykt at de mener lovutvalget har funnet en god balanse.

I praksis er det for øvrig ikke opplagt at en sentralbank med todelt mandat fører en vesentlig annen pengepolitikk enn en sentralbank som dri-

ver fleksibel inflasjonsstyring, noe sentralbanksjef Øystein Olsen omtalte i sin tale på Centre for Monetary Economics (CME) i 2017.

Robusthet i pengepolitikken

Til hjelp i utøvelsen av pengepolitikken har Norges Bank definert tre kriterier for en god rentebane. Det første kriteriet er at inflasjonsmålet skal nås, det andre er at inflasjonsstyringen er fleksibel, og det tredje er at pengepolitikken skal være robust. Kriteriet om robusthet er inkludert fordi det vil kunne gi en bedre utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid. Hensikten er blant annet å unngå særlig ugunstige utfall og brå skift i økonomien frem i tid, slik man for eksempel kan få om finansielle ubalanser bygger seg opp.

I Pengepolitisk rapport 4/17 beskrives hensynet til robusthet slik:

«Rentebanen bør ta hensyn til forhold som innebærer fare for særlig ugunstige utfall for økonomien og til usikkerhet om økonomiens virkemåte. Oppbygging av finansielle ubalanser kan øke faren for brå skift i etterspørselen frem i tid. En robust pengepolitikk bør derfor bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Usikkerhet om virkningene av pengepolitikken taler normalt for å gå varsomt frem i rentesettingen. Det vil kunne redusere risikoen for at pengepolitikken får utilsiktede følger. I situasjoner der faren for særlig ugunstige utfall er betydelig, eller der tilliten til det nominelle ankeret er i fare, kan det i noen tilfeller være riktig å føre en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig.»

Hvilke forhold som vil innebære en fare for «særlige ugunstige utfall», kan variere, og de kan være vanskelig å peke på i forkant. For eksempel reagerte Norges Bank kraftig under finanskrisen da bankene sluttet å låne hverandre penger og den internasjonale usikkerheten var særlig stor. I perioder med svært sterk vekst i eiendomspriser og kreditt, kan en robust pengepolitikk bidra til å motvirke at finansielle ubalanser bygger seg opp, se nærmere omtale i avsnitt 2.4.

I rentesettingen veies de ulike hensynene mot hverandre, og Norges Bank redegjør for disse avveingene i de pengepolitiske rapportene.

⁷ Se for eksempel Holden, Steinar (2017): *Revidert mandat for pengepolitikken*, Samfunnsøkonomen nr. 2 2017 og kapittel 4 i *Review of flexible inflation targeting (ReFIT)*, skriftserie nr. 51 2017, Norges Bank

2.4 Pengepolitikk og finansiell stabilitet

Pengepolitikken kan påvirke den finansielle stabiliteten gjennom bankers og husholdningers risikotaking. Særlig kan finansielle ubalanser bygge seg opp i gode tider og i perioder med vedvarende lave renter. I årene etter finanskrisen har mange land erfart at formuespriser og gjeld har steget kraftig. Flere sentralbanker, herunder Norges Bank, har lagt vekt på *hensynet til finansiell stabilitet og en robust økonomisk utvikling* i utøvelsen av pengepolitikken. I årene etter finanskrisen har det ledet til at styringsrenten i Norge ikke er redusert så mye som den ellers ville ha blitt. Det synes å være bred støtte for denne tilnærmingen i det økonomiske miljøet i Norge.

Mål om finansiell stabilitet og om generell økonomisk stabilitet er normalt ikke i konflikt. En stabil utvikling i produksjon og sysselsetting over tid fordrer finansiell stabilitet. Det kan likevel oppstå situasjoner der hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser kan tale for en høyere rente enn hensynet til realøkonomien de nærmeste årene alene skulle tilsi. Å vektlegge hensynet til finansiell stabilitet kan da gi en langsiktig gevinst i form av lavere risiko for en krise med et kraftig økonomisk tilbakeslag noe frem i tid, og en kortsiktig kostnad i form av litt lavere aktivitetsnivå.

Internasjonale fagmiljøer er delt i sin vurdering av hvorvidt pengepolitikken bør vektlegge hensynet til finansiell stabilitet. IMF mener pengepolitikken ikke bør ta et slikt hensyn, blant annet basert på en egen studie som finner liten støtte for at gevinsten av å ta hensyn til finansielle ubalanser oppveier kostnadene.⁸ Den internasjonale oppgjørsbanken (BIS), som er et møtested for sentralbankene, mener at pengepolitikken aktivt bør søke å dempe finansielle ubalanser som kan bygge seg opp.⁹ Forskningsarbeider i Norges Bank finner at gevinsten av å ta hensyn til oppbygging av finansielle ubalanser, under visse forutsetninger, mer enn oppveier de kortsiktige kostnadene.¹⁰ Norges Bank Watch har ved flere anledninger tatt opp problemstillingen. Blant annet mente gruppen i 2017 at hensynet til finansiell sta-

bilitet burde operasjonaliseres tydeligere ved å ta det mer eksplisitt inn i avveingene og i analysene. Så langt har ingen andre land tatt finansiell stabilitet inn som et eksplisitt mål for pengepolitikken.

Pengepolitikken kan ikke ta et hovedansvar for finansiell stabilitet. Regulering av og tilsyn med finansnæringen er førstelinjeforsvaret for den finansielle stabiliteten. Etter finanskrisen har myndigheter verden over satt i verk tiltak med sikte på å motvirke systemrisiko i det finansielle systemet, såkalt makrotilsyn. Blant annet er kapital- og likviditetskrav strammet inn, og det er innført strengere krav til regulering av bankenes utlånspraksis. Dette har bidratt til å gjøre husholdninger, banker og foretak mer robuste mot fremtidige forstyrrelser. Virkemidlene kan også bidra til å dempe oppbyggingen av finansielle ubalanser, særlig ved å påvirke utlånsveksten. Krav til utlånspraksis ser ut til å ha en effekt, mens kapital- og likviditetskrav trolig virker mer indirekte. Selv om et styrket makrotilsyn isolert sett avlaster pengepolitikken, taler usikkerheten om virkningen av disse virkemidlene for at også pengepolitikken bør spille en rolle.

I hvilken grad pengepolitikken bør ta hensyn til finansiell stabilitet, kan variere over tid. Det er først og fremst i fasen der finansielle ubalanser bygger seg opp, at pengepolitikken bør bidra. I Norges Bank Memo 1/2017 skriver sentralbanken blant annet følgende om dette:

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

2.5 Pengepolitikk i et lavrenteregime

Pengepolitikk med renter nær null hadde man liten erfaring med i 2001 da det norske inflasjonsmålet ble innført. I årene etter den internasjonale

⁸ IMF (2015): *Monetary policy and financial stability*, IMF Policy paper, September 2015.

⁹ BIS (2015): *Towards a financial stability-oriented monetary policy framework?* tale holdt av sjefsøkonom i BIS Claudio Borio i Østerrikes sentralbank, september 2016.

¹⁰ Se Gerdrup et al. (2016): *Leaning against the wind when credit bites back*, International Journal of Central Banking, September 2017.

finanskrisen har styringsrentene vært nær null i alle toneangivende land, og enkelte sentralbanker har satt negative renter. Det lave rentenivået og behovet for ekspansiv pengepolitikk har ledet sentralbanker til å ta i bruk ukonvensjonelle virkemidler. Det har også ledet til en debatt om alternative styringsmål for pengepolitikken kunne fungert bedre og eventuelt om inflasjonsmålene burde vært annerledes formulert.

Et lavere rentenivå skyldes i noen grad strukturelle forhold som kan vare ved.¹¹ Også fremover vil det derfor kunne oppstå i situasjoner med rente nær null.

Negative styringsrenter og nye virkemidler i pengepolitikken

En negativ styringsrente, dvs. renten på bankenes innskudd opp til en viss kvote i Norges Bank, har så langt ikke vært aktuelt i Norge. Andre toneangivende sentralbanker har satt negativ styringsrente de siste årene, uten at det har gitt uventede endringer i markedsprising eller transmisjonsmekanismen. Det viser at negative renter er innenfor mulighetsrommet for pengepolitikken, selv om markedsmessige forhold setter grenser for hvor lavt styringsrenten kan settes. Banker vil som regel ha muligheter for plassere overskuddslikviditet andre steder enn i sentralbanken, selv om alternativene kan være mindre likvide og innebære større risiko. Bankenes mulighet for å sette negative renter på kundenes innskudd, er trolig nokså begrenset, siden husholdninger og bedrifter kan plassere overskuddslikviditet i sedler og mynt.

I praksis har man så langt sett at den europeiske sentralbanken (ESB) har satt renten på bankenes innskudd i sentralbanken til 0,4 pst., mens Sveriges Riksbank har en repo-rente på 0,5 pst. Sveits har en rekordlav rente på 0,75 pst. på bankenes innskudd i sentralbanken.¹²

Etter finanskrisen er både tydelige signaler om fremtidig renteutvikling og oppkjøp av verdipapirer («kvantitative lettelsener») blitt tatt i bruk med sikte på å påvirke renteforventingene.

Signaler om fremtidig renteutvikling kan påvirke etterspørselen i økonomien. Når husholdninger og bedrifter blir tryggere på at rentene vil være lave lenge, kan de forbruke og investere mer enn de ville gjort om de så for seg en snarligere renteoppgang. Norges Bank har siden 2005 publisert prognoser for styringsrenten. Renteprognozen er betinget av at utviklingen i økonomien for øvrig blir slik sentralbanken anslår. I sin kommunikasjon er Norges Bank tydelig på at det er betydelig usikkerhet og at dersom forstyrrelser inntreffer, vil utsiktene endres.

Selv om dette har vært en vellykket kommunikasjonsform i Norge, er det få andre sentralbanker som tallfester en prognose for styringsrenten. Den amerikanske sentralbanken har de siste årene angitt en oversikt over anonymiserte prognoser fra de ulike styremedlemmene.

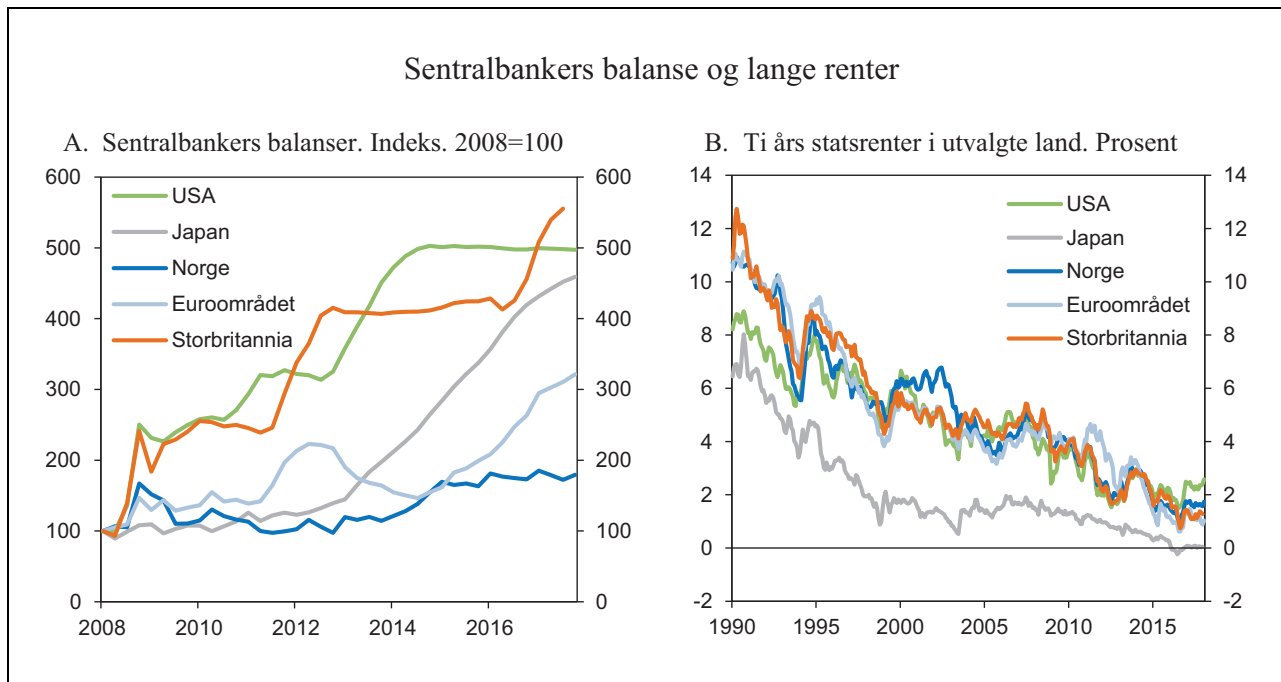
Etter finanskrisen begynte flere av de store sentralbankene, som Bank of England, Federal Reserve og ESB, å gi fremtidige signaler om renteutviklingen i form av kvalitative utsagn. Siktemålet med kommunikasjonen var å forsikre markedsaktører, husholdninger og bedrifter at styringsrenten ville være lav lenge, og ikke bli satt opp før det var klare tegn til bedring i økonomien. Sentralbanksjef Mark Carney skrev for eksempel følgende til Storbritannias finansminister i et brev av 7. august 2013:

«In essence, the Monetary Policy Committee (MPC) intends at a minimum to maintain the current exceptionally accommodative stance of monetary policy until economic slack has been substantially reduced, provided that this does not put at risk either price stability or financial stability. [...] MPC intends not to raise Bank Rate above its current level of 0.5%, at least until the Labour Force Survey headline measure of unemployment has fallen to a threshold of 7%.»

I de store avanserte økonomiene har sentralbankene innført ulike programmer for *oppkjøp av verdipapirer*. Formålet har vært å tilføre likviditet og redusere de langsiktige markedsrentene, og dermed bidra til økte investeringer og økt forbruk blant husholdninger og bedrifter. Oppkjøpsprogrammene har medført at sentralbankenes balanser har bygget seg kraftig opp, se figur 2.8. Sentralbankene i USA, euroområdet, Storbritannia, Sverige og Japan har alle innført ulike former for kvantitative lettelsener. Programmene varierer mellom land og har omfattet ulike tiltak, både kjøp av statsobligasjoner og private obligasjoner, samt ulike låneprogrammer.

¹¹ Rachel, Lukasz og Smith, Thomas D (2015): *Secular drivers of the global real interest rate*, Staff Working Paper No. 571, Bank of England, desember 2015.

¹² Også før finanskrisen har det vært tilfeller med styringsrenter som de facto har vært negative. Tidlig på 1970-tallet var styringsrenten i Sveits i praksis negativ for å hindre innstrømming av kapital fra andre land som hadde høyere inflasjon. I 2009 og 2010 hadde Sverige og i 2012 Danmark negative renter for å begrense kortsiktig kapitalinngang.



Figur 2.8 Sentralbankers balanser og lange renter

Kilder: Bank of England, Bloomberg, Macrobond og Norges Bank.

Burde inflasjonsmålene vært høyere?

Med en nedre grense på de nominelle rentene er det grenser for hvor lave realrentene kan bli når inflasjonen er lav. Realrentene kan til og med øke hvis deflasjonstendenser tiltar som følge av mye ledig kapasitet i økonomien. Det er begrenset hva pengepolitikken da kan gjøre. Det har vært diskutert om et høyere inflasjonsmål i utgangspunktet kunne redusere risikoen for å havne i en slik situasjon. Argumentet er at et høyere inflasjonsmål, dersom det er troverdig, vil kunne forankre inflasjonsforventningene på et høyere nivå. For en gitt nominell rente vil det da være mulig å oppnå en lavere realrente, noe som er særlig nyttig når den nominelle renten har nådd sin nedre grense.

Både IMF, OECD, BIS og flere akademikere har drøftet denne problemstillingen. Olivier Blanchard m.fl. skrev i 2010 et IMF Staff Position Note¹³ hvor de argumenterte for en oppjustering av inflasjonsmålene, fra for eksempel 2 til 4 pst. Argumentet tok utgangspunkt i beregninger som viste at styringsrenten i USA i etterkant av finanskrisen burde vært redusert med ytterligere 3–5 prosentenheter, noe som ikke var mulig fordi pengepolitikken ble begrenset av en nedre grense for

styringsrenten. Forfatterne peker også på kostnader ved å heve inflasjonsmålet, som må veies opp mot gevinstene. Det å bringe inflasjonen ned har vært en krevende jobb for sentralbankene, med betydelige omstillingskostnader for økonomien. Høy inflasjon forstyrrer måten økonomien fungerer på, delvis fordi skattesystemene ikke er inflasjonsnøytrale. I tillegg kan variasjonen i inflasjonen øke, og det kan bli større usikkerhet om relative priser. Det kan også føre til omfordeling av formue og lede til større innslag av lønnsindeksering.

I et Working Paper fra OECD¹⁴ og et stabspapir fra IMF¹⁵, begge fra 2014, drøftes samme problemstilling, men tonen er langt mer forbeholden. I tillegg til de ovenstående argumentene om kostnadene ved høyere inflasjonstakt, legges det også vekt på at sentralbankenes troverdighet vil kunne bli svekket dersom inflasjonsmålet endres og at det kan oppstå forventninger om ytterligere oppjusteringer. Tidligere sentralbanksjef Ben

¹³ Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia og Paolo Mauro (2010): *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note 10/03, 12. februar 2010.

¹⁴ Rawdanowicz, Łukasz, Romain Bouis, Kei-Ichiro Inaba og Ane Kathrine Christensen (2014): *Secular stagnation: Evidence and implications for economic policy*, OECD Economics Department Working Papers No. 1169, 14. oktober 2014, OECD.

¹⁵ IMF (2014): *Monetary Policy in the New Normal*, IMF Staff Discussion Note 14/3, skrevet av Tamim Bayoumi, Giovanni Dell'Ariccia, Karl Habermeier, Tommaso Mancini-Griffoli, Fabián Valencia og et IMF Staff Team, april 2014.

Bernanke har også trukket frem dette argumentet.¹⁶ I tillegg trekker arbeidsnotatene frem at mer volatil inflasjon kan føre til økte langsiktige renter som følge av høyere risikopåslag.

I august 2017 fremmet 22 amerikanske økonomer et forslag om at det burde nedsettes et ekspertutvalg i USA for å vurdere om inflasjonsmålet burde heves, men forslaget er ikke fulgt opp av amerikanske myndigheter.

De aller fleste industriland har i dag inflasjonsmål på rundt 2 pst., jf. avsnitt 2.2. Den akademiske diskusjonen internasjonalt om inflasjonsmålene burde vært satt høyere, handler ikke primært om enkeltland, men om det felles målet på 2 pst. burde vært satt høyere av hensyn til å kunne oppnå lavere realrenter. Ingen land har så langt justert sine inflasjonsmål oppover med begrunnelse om å få økt handlefrihet i pengepolitikken.

Mulige andre styringsmål?

Enkelte har fremholdt at alternative mål for pengepolitikken, slik som prisnivåmål og mål for nominelt BNP, kan være bedre egnet til å bringe økonomien ut av en lavkonjunktur når den nedre grensen for renten begrenser handlingsrommet i pengepolitikken, se Norges Bank Memo 1/2017 og Røisland (2017)¹⁷ for nærmere drøfting og referanser. Argumentet tar utgangspunkt i at sammenhengen mellom inflasjon og innenlandsk kapasitetsutnyttning ser ut til å ha blitt svakere i mange land, noe som isolert sett krever større utslag i produksjon og sysselsetting for å bringe inflasjonen tilbake til inflasjonsmålet etter et avvik.

Ved et mål for nominelt BNP kombinerer pengepolitikken hensynet til nominell stabilitet og stabilitet i aktivitetsnivået. Pengepolitikken vil da kunne reagere raskt på et realøkonomisk tilbakeslag og ha gode stabiliseringsegenskaper når økonomien utsettes for forstyrrelser. Et nominelt BNP-mål kan også gjøre pengepolitikken mer etterprøvable. Røislands studie viser at et mål for

nominelt BNP har om lag samme stabiliserings-egenskaper som et fleksibelt inflasjonsmål med lang tidshorisont og tilstrekkelig vekt på hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting. En vesentlig innvending mot et mål for nominelt BNP er at BNP-tallene foreligger med lange tidsetter-slep og at de revideres en rekke ganger. Pristall foreligger mye raskere og revideres ikke.

Et mål for prisnivået er et annet alternativ til inflasjonsstyring som har vært drøftet i fagmiljøet. Her tenker man normalt på at prisnivået skal ha en stabil vekst, på for eksempel 2 pst. Kjernen ved et prisnivåmål er at hvis inflasjonen overskyter eller underskyter målet, skal det kompenseres for i senere perioder. Et prisnivåmål kan ha gode egenskaper i situasjoner som ligner på den man har hatt de siste årene, med lav inflasjon og styringsrenter nær null. Et prisnivåmål vil da gi signaler om at perioden med ekspansiv pengepolitikk vil bli mer langvarig enn det som følger av et inflasjonsmål. Å styre etter et slikt mål antas i teorien å kunne begrense styrken i tilbakeslaget nå, men samtidig kan det skape nye utfordringer ved å bidra til en oppgang som kan bli så sterk og langvarig at det i neste omgang skaper problemer.

I den motsatte situasjonen – når inflasjonen i flere år har ligget for høyt til å samsvare med målet – er ikke denne typen mål nødvendigvis like gode. Da har et prisnivåmål visse fellestrekk med politikken som Norges Bank førte på 1920-tallet for å gjenopprette gullpariteten. Pari-politikken siktet riktignok mot å bringe prisnivået ned, mens den moderne varianten med trendvekst ikke er like krevende. Det kan være verdt å minne om at sentralbankens politikk på 1920-tallet bidro til et kraftig og langvarig tilbakeslag i norsk økonomi. Erfaringene bidro til at gullstandarden ble forlatt tidlig på 1930-tallet. Land som opprettholdt gullstandarden på 1930-tallet, fikk en vesentlig svakere økonomisk utvikling enn land som avvirket den, jf. Hanisch m.fl. (1999).¹⁸

Ingen land har innført mål for nominelt BNP eller mål for prisnivået, og dette synes lite aktuelt for Norge.

¹⁶ Bernanke, Ben (2010): *Testimony before the Joint Economic Committee of Congress*, april 2014.

¹⁷ Røisland, Øistein (2017): *Valg av styringsmål for pengepolitikken: Hva sier forskningen?* i Arbeidsnotat nr. 4/2017 Erfaringer med inflasjonsmål for pengepolitikken, Finansdepartementet.

¹⁸ Hanisch, Tore Jørgen, Espen Søylen og Gunhild Ecklund (1999): *Norsk økonomisk politikk i det 20. århundre – verdvalg i en åpen økonomi*, Høyskoleforlaget.

3 Oljepengebruk og konsekvenser for forskriften

I St.meld. nr. 29 (2000–2001) som redegjorde for forskriften fra 2001, ble inflasjonsmålet blant annet begrunnet med at bruken av oljeinntekter skulle øke:

«Norge er nå i en periode hvor finanspolitikken også skal tilpasses en gradvis og opprettholdbar økning i bruken av petroleumsinntektene i norsk økonomi. Dette må skje på en måte hvor en legger stor vekt på å sikre en fortsatt sterk konkurranseutsatt sektor, og slik at en får en langsiktig balansert utvikling i norsk økonomi. [...] Den operative gjennomføring av pengepolitikken skal i samsvar med dette rettes inn mot lav og stabil inflasjon, definert som en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 pst.»

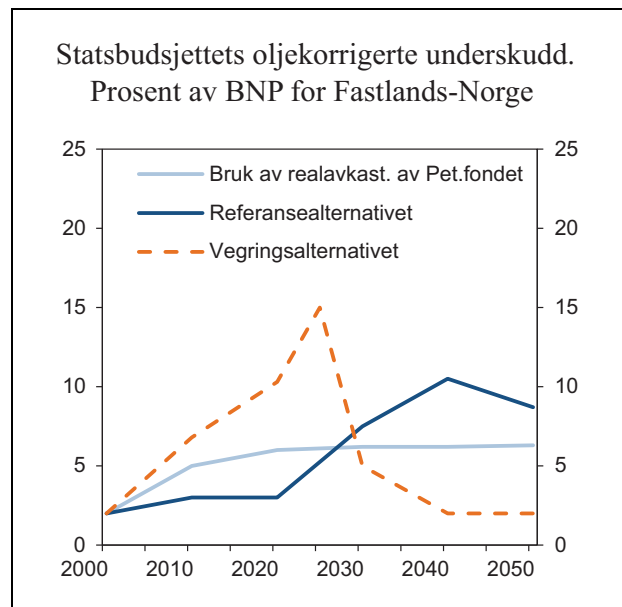
Nå er det er ikke lenger utsikter til vesentlig videre innfasing av oljeinntekter. Det er ikke uten videre åpenbart at retningslinjene da skal være de samme. Nedenfor redegjøres kort for utsiktene for innfasing av oljeinntektene fremover som bakgrunn for å vurdere mulige konsekvenser for forskriften for pengepolitikken.

Utsiktene for innfasing av oljeinntekter fremover

Utsiktene for innfasing av oljeinntekter i et langsiktig perspektiv ble drøftet i St.meld. nr. 29 i 2001. Det meste av rommet for økning i bruken av oljeinntekter ble anslått å være uttømt midt på 2020-tallet, se alternativet *Bruk av realavkastningen av Petroleumsfondet* i figur 3.1 som er hentet fra St.meld. nr. 29. Den forventede realavkastningen av fondet ble i 2001 anslått til 4 pst.

Etter 2001 har det vært en rekke endringer i anslagene for avkastningsbanen. Noen trekk avtegner seg:

- Revisjonene i anslagene gjenspeiler i første rekke store endringer i fondskapitalen.
- I årene 2014–2016 økte fondskapitalen særlig mye, hvorav rundt halvparten hadde sin bakgrunn i svakere krone.



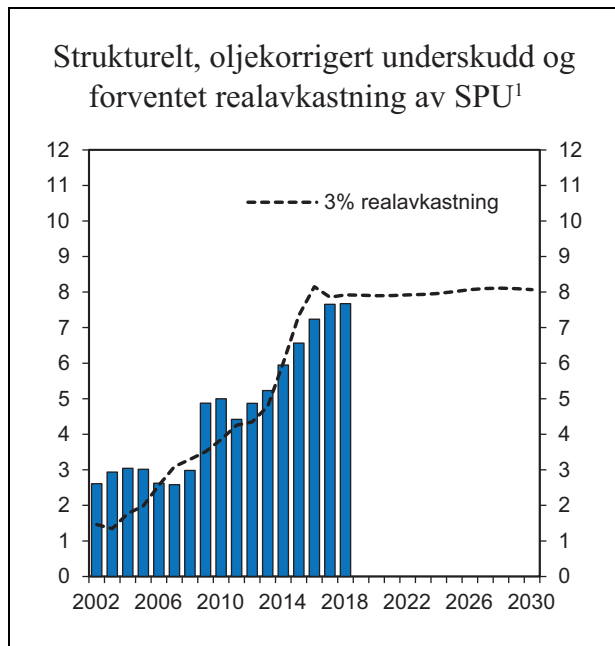
Figur 3.1 Statsbudsjetts oljekorrigerte underskudd. Prosent av BNP for Fastlands-Norge

Kilde: St.meld. nr. 29 (2000–2001).

- Forventet fremtidig realavkastning av fondet ble i forbindelse med Perspektivmeldingen 2017 justert ned, fra 4 til 3 pst.
- Målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien anslås avkastningsbanen nå å ha nådd toppnivået, se figur 3.2. Avkastningsbanen flatet ut tidligere enn man så for seg i 2001.
- Bruken av oljeinntekter i Nasjonalbudsjett 2018 ligger på 2,9 pst. av fondskapitalen.

Perioden med økt bruk av oljeinntekter, målt som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien, ligger i all hovedsak bak oss. Det er derfor lite rom for ytterligere økning i bruken av oljeinntekter, se figur 3.2 som viser de mest oppdaterte anslagene fra siste nasjonalbudsjett.

Det kan ikke utelukkkes at bruken av oljeinntekter vil kunne øke de nærmeste årene, enten som følge av at hensynet til konjunktursituasjonen skulle tilsi det, eller som følge av at fremtidige oljeinntekter blir høyere enn anslått. En ytter-



Figur 3.2 Strukturelt, oljekorrigert underskudd og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge

¹ Statens pensjonsfond utland

Kilde: Nasjonalbudsjettet 2018.

ligere økning i oljepengebruken fra dagens nivå vil kunne føre til at man ganske raskt kommer til et punkt hvor oljepengebruken må reduseres igjen.

Konsekvenser for pengepolitikken

Utsiktene til systematisk økt bruk av oljeinntekter stod sentralt i begrunnelsen for omleggingen av pengepolitikken i 2001. At norsk økonomi ikke lenger står overfor en langvarig periode med systematisk økning i bruken av oljeinntekter, slik som fra 2001 og frem til i dag, er derfor viktig å ta hensyn til når forskriften skal moderniseres.

Arbeidet med moderniseringen av forskriften har bygget på at inflasjonsstyring som styringsystem har vært vellykket og at det langt på vei er etablert som beste praksis for hvordan pengepolitikken i et land bør styres. Da inflasjonsmålet ble fastsatt i 2001 var inflasjonsmål i de fleste sammenlignbare land rundt 2 pst., men enkelte land hadde et høyere mål. Det var i hovedsak utsiktene til systematisk og langvarig økt bruk av oljeinntekter som gjorde at det norske inflasjonsmålet ble satt noe høyere enn i andre land. Man ville heller ha den nødvendige reelle appresieringen som følger med økt oljepengebruk, i form av en noe høyere pris- og lønnsvekst i Norge enn i andre land, enn i form av en appresierende krone.

I dag har så godt som alle sammenlignbare land inflasjonsmål på 2 pst. Inflasjonen i Norge har for øvrig i gjennomsnitt vært 2,0 pst. i perioden med inflasjonsstyring.

Når man ikke lenger står foran en periode med systematisk og langvarig økning i oljepengebruken, forsvinner begrunnelsen for et særnorsk høyere inflasjonsmål.

4 Ny forskrift for pengepolitikken

Ny forskrift ble fastsatt av Kongen i statsråd 2. mars 2018, se boks 1.1. Dette kapitlet redegjør for og begrunner den nye forskriften for pengepolitikken. Det omfatter blant annet utformingen av formålsparagrafen for pengepolitikken (avsnitt 4.1), fastlegging av Norges Banks operative ansvar i pengepolitikken (avsnitt 4.2), retningslinjer for avveingene i pengepolitikken (avsnitt 4.3), Norges Banks informasjonsplikt (avsnitt 4.4) og modernisering av formuleringer som ikke er tidsmessige (avsnitt 4.5).

Arbeidet med ny forskrift for pengepolitikken har i hovedsak vært orientert mot endringer som skal bringe forskriften i tråd med gjeldende praksis og forståelse av hvordan pengepolitikken bør innrettes, og også søkt å ta høyde for at det ikke lenger er utsikter til vesentlig videre innfasing av oljeinntekter, se kapittel 2 og 3 for nærmere redegjørelse.

4.1 Formålsparagrafen for pengepolitikken (§ 1)

Den nye forskriften for pengepolitikken er fastsatt med hjemmel i lov 24. mai 1985 nr. 28 om Norges Bank og pengevesenet mv. (sentralbankloven) § 2 tredje ledd. Sentralbanklovutvalget avga 23. juni 2017 sin utredning NOU 2017: 13 med forslag til ny sentralbanklov. Departementet følger opp utredningen, og regjeringen vil legge frem forslag til ny sentralbanklov for Stortinget. Den pengepolitiske forskriften må hjemles på nytt når Stortinget har vedtatt ny sentralbanklov.

Ved utforming av formålsparagrafen for pengepolitikken i den nye forskriften er det naturlig å se hen til både gjeldende sentralbanklov, sentralbanklovutvalgets forslag til ny sentralbanklov med høringsuttalelser, og til hvordan forskriften fra 2001 var utformet.

Gjeldende sentralbanklov

Dagens sentralbanklov tar utgangspunkt i at den norske kronen skal holdes fast i forhold til andre lands valutaer. Da loven ble innført i 1985, hadde

pengepolitikken vært innrettet mot å stabilisere kronen enten mot sølv, gull eller andre lands valutaer helt siden Norges Bank ble opprettet i 1816.

Paragraf 1 i gjeldende sentralbanklov uttrykker Norges Banks formål, men den gir ingen eksplisitte føringer for pengepolitikken utover at den skal gjøre det som er naturlig for en sentralbank:

§ 1. Norges Banks formål og virkeområde

Norges Bank er landets sentralbank. Banken skal være et utøvende og rådgivende organ for penge-, kreditt- og valutapolitikken. Den skal utstede pengesedler og mynter, fremme et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet og overvåke penge-, kreditt- og valutamarkedene.

Banken kan sette i verk tiltak som er vanlige eller naturlige for en sentralbank. Til fremme av sine formål kan banken utføre alle former for bankforretninger og banktjenester.

Paragraf 4 i gjeldende sentralbanklov, som kommer nærmest å definere et mål for pengepolitikken, sier:

§ 4. Pengeenheten og dens internasjonale verdi

Den norske pengeenhet er en krone. Kronen deles i hundre øre.

Kongen treffer vedtak om den kursordning som skal gjelde for kronen og om endringer i kronens kursleie.

Vedtak om endringer i kursordningen for kronen og i dens kursleie skal meddeles Stortinget.

Sentralbanklovutvalgets utkast til ny sentralbanklov

Sentralbanklovutvalget foreslår at det angis et eksplisitt formål for Norges Bank. Formålsparagrafen i forslaget til ny lov lyder:

§ 1-2 Norges Banks formål

(1) Formålet for Norges Banks virksomhet er å opprettholde en stabil pengeverdi og

fremme stabilitet i det finansielle systemet og et effektivt og sikkert betalingssystem.

(2) Banken skal ellers bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting.

Sentralbanklovutvalget begrunner ledd (1) blant annet på følgende måte (kap. 1.1.2):

«Utvalget foreslår at Norges Bank skal ha som formål å opprettholde en stabil pengeverdi. Norges Bank skal være den utøvende og rådgivende myndighet i pengepolitikken. Sentralbankers ansvar og oppgaver har endret seg mye over tid. Sentralbankers tradisjonelle oppgave var å utstede sedler og mynter og å bidra til et velfungerende betalings- og kredittsystem. Men betalingssystemet er først velfungerende når publikum har tillit til pengenes verdi. Å bevare pengenes verdi har derfor hele tiden vært viktig for sentralbanker. Det er like viktig å motvirke fallende priser som høy og variabel inflasjon. En stabil pengeverdi gjør det tryggere å spare og investere. Med lav og stabil inflasjon blir markedene mer effektive. Det blir tydeligere for aktørene om en høyere pris på en vare gjenspeiler økt knapphet på akkurat den varen.

Sentralbanker kan normalt bidra til en stabil utvikling i prisene gjennom de virkemidlene de rår over.»

Når det gjelder ledd (2) i formålsparagrafen, skriver lovutvalget blant annet (kap. 1.1.2):

«Et hovedmål i den økonomiske politikken er å oppnå en stabil og god økonomisk vekst med høy sysselsetting og lav arbeidsledighet. Nivået på sysselsettingen bestemmes i hovedsak av strukturelle forhold. Kvaliteten på utdanningen, likestilling mellom kjønnene, skatte-, trygde- og pensjonssystemene, evnen til omstilling i nærings- og arbeidslivet og lønns- og inntektsdannelsen er her av vesentlig betydning. Sentralbankens viktigste bidrag til høy aktivitet over tid er å medvirke til finansiell stabilitet og stabile priser. Når inflasjonen ventes å være lav og stabil, kan pengepolitikken legge mer vekt på å bidra til å stabilisere produksjonen og sysselsettingen. Selv om banken ikke kan bøte på svakheter i strukturer og insentiver, vil måten banken reagerer på konjunkturomslag eller kriser i det finansielle systemet, påvirke utviklingen i aktiviteten og sysselsettingen over en lengre tid. Utvalget mener derfor at sentralbanken ellers skal bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting.»

Forskriften fra 2001

Forskriften for pengepolitikken fra 2001, se vedlegg 3, sier i § 1, første og andre ledd, følgende:

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

Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

Departementets vurdering

Lav og stabil inflasjon er det beste bidraget pengepolitikken kan gi for å fremme høy velferd og økonomisk vekst over tid. Andre deler av den økonomiske politikken kan ikke alene bidra til å opprettholde pengenes verdi dersom ikke pengepolitikken understøtter et slikt mål. Pengepolitikken må derfor ha et særansvar for å nå dette målet. Det er reflektert i § 1 i den nye forskriften for pengepolitikken.

En målformulering for pengepolitikken om å opprettholde en stabil pengeverdi er i tråd med norsk og internasjonal praksis og faglitteraturen, med forslaget fra sentralbanklovutvalget. Innholdsmessig fanger den opp samme saksforhold som § 1, første ledd, i forskriften fra 2001.

I prinsippet er det mange ulike styringsmål for pengepolitikken som er forenlig med en stabil pengeverdi, herunder valutakursmål, pengemengdemål og inflasjonsmål. Et inflasjonsmål er likevel det operative målet som er mest vanlig internasjonalt, og stadig flere land har valgt et slikt mål for pengepolitikken. Etter § 1 i den nye forskriften skal pengepolitikken styres etter et inflasjonsmål:

§ 1

Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon.

Dette er en videreføring av dagens rammeverk for pengepolitikken. Kapittel 2 viser at inflasjonsstyring har fungert godt i årene etter 2001.

Retningslinjer for hvordan pengepolitikken skal ta hensyn til den realøkonomiske utviklingen og avveie ulike hensyn, er dekket i § 3 i den nye forskriften, se avsnitt 4.3 nedenfor.

Formuleringen om å bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen i første setning i

forskriften fra 2001, er ikke videreført i den nye forskriften. I mange situasjoner vil det nettopp være ønskelig at valutakursen skal endre seg. Valutakursen kan være en viktig støtdemper når det inntreffer forstyrrelser i økonomien. For eksempel svekket kronkursen seg markert da oljeprisen falt fra sommeren 2014 og økonomien gikk inn i en lavkonjunktur. Svakere krone bidro til å styrke konkurransevnen og til at prisveksten ikke ble for lav. Så lenge det er tillit til inflasjonsmålet, vil endringer i kronkursen virke konjunkturstabiliserende og være en viktig kanal for pengepolitikken. Sammenlignet med valutaen i andre råvareeksporterende økonomier med inflasjonsmål har kronkursen likevel vært nokså stabil i tiden med inflasjonsstyring, se avsnitt 2.1.

Det må fortsatt legges til grunn at unødige svingninger i kronkursen kan medføre kostnader som Norges Bank i utøvelsen av pengepolitikken vil hensynta.

Formuleringen om at *pengepolitikken skal understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting* i andre setning i forskriften fra 2001, er en formulering som ikke lenger brukes og er derfor ikke tatt med i ny forskrift. Nokså tidlig etter innføringen av inflasjonsstyring ble arbeidsdelingen mellom pengepolitikken og finanspolitikken omtalt annerledes. Det er etter hvert blitt uttrykt at pengepolitikken er førstelinjeforsvaret i stabiliseringspolitikken, se drøftingen i avsnitt 2.3.

4.2 Norges Banks operative ansvar i pengepolitikken (§ 2)

Som i forskriften fra 2001 fastlegger også den nye forskriften at det operative ansvaret for pengepolitikken er lagt til Norges Bank. Bestemmelsen i § 2 er uendret fra den tidligere forskriften:

§ 2

Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

Formuleringen er også i samsvar med utkastet til ny sentralbanklov hvor det i § 1-3, første ledd heter at *Norges Bank skal være den utøvende og rådgivende myndigheten i pengepolitikken*.

4.3 Retningslinjer for avveingene i pengepolitikken (§ 3)

Bestemmelsen i § 3 i den nye forskriften angir det operative målet for pengepolitikken. Her gis retningslinjer for hvordan Norges Bank skal avveie ulike hensyn i operasjonaliseringen av pengepolitikken:

§ 3

Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 pst. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Her er det fem forhold som fortjener utdyping; nivået på inflasjonsmålet, hvilken indeks det skal styres etter, at inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting, og hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Nivået på inflasjonsmålet

I St.meld. nr. 29 (2000–2001), som redegjorde for forskriften fra 2001, ble inflasjonsmålet sett i sammenheng med nye retningslinjer for bruken av oljeinntekter i norsk økonomi. Da inflasjonsmålet ble satt til 2,5 pst., ble det lagt vekt på at norsk økonomi sto foran en periode med innfasing av oljepenger og en ekspansjon av offentlig sektor og næringer som ikke konkurrerer med utlandet. En konsekvens var at konkurransevnen måtte svekkes og at det best kunne skje med noe høyere inflasjon enn hos våre handelspartnere. Nå er perioden med innfasing av oljeinntekter i hovedsak bak oss, se kapittel 3. Et sentralt argument for å ha et høyere inflasjonsmål enn andre land er dermed falt bort. I praksis har i dag alle sammenlignbare land inflasjonsmål på 2 pst.

Inflasjonen i Norge har for øvrig i gjennomsnitt vært 2,0 pst. i perioden med inflasjonsstyring, samtidig som ressursutnyttelsen har vært høy og arbeidsledigheten lav, noe det var en viss usikkerhet om da målet ble fastsatt. I de periodene inflasjonen i Norge har vært svært lav, har Norges Bank brukt lang tid på å få inflasjonen tilbake til målet.

Den langvarige perioden med lave renter har ledet til en akademiske diskusjonen internasjonalt, særlig i USA, om inflasjonsmålene burde vært satt høyere, se drøfting i kapittel 2.5. Dette handler ikke primært om enkeltland, men om det felles målet på 2 pst. burde vært satt høyere av hensynet til å kunne oppnå lavere realrenter når den nominelle renten er nær sin nedre grense. Ingen land har så langt justert sine inflasjonsmål oppover med begrunnelse om å få økt handlefrihet i pengepolitikken.

I brev av 28. februar 2018, se vedlegg 1, belyser Norges Bank handlingsrommet i pengepolitikken:

«Lavere prisvekst over tid som følge av et lavere inflasjonsmål, vil gi tilsvarende lavere nominell rente. Internasjonale erfaringer har vist at handlingsrommet i pengepolitikken ikke er uttømt når styringsrenten er nær null. Slik Norges Bank vurderer det, vil handlingsrommet være tilstrekkelig med et inflasjonsmål på 2 prosent.»

Før det norske inflasjonsmålet ble fastsatt fremholdt Holden (2000)¹⁹ at det er lettere å få til fleksibilitet i reallønningene med et litt høyere inflasjonsmål enn for eksempel det den europeiske sentralbanken styrer etter, ettersom det er svært vanskelig å få til nominell lønnsnedgang i lønnsoppgjørene. Et lavere inflasjonsmål kan derfor gjøre at det i gitte situasjoner vil ta lenger tid å få kostnadsnivået i forhold til utlandet ned igjen, dersom det er blitt for høyt. Utviklingen de senere årene har likevel vist at det er betydelige fleksibilitet i reallønningene, selv ved lav inflasjon, og for lønnskostnadene i felles valuta er fleksibiliteten enda større så lenge lønnsstakerne ikke krever kompensasjon når kronkursen svekker seg. Det har nettopp vært strategien etter oljeprisfallet i 2014, utmeislet av Holden III-utvalget²⁰ og senere fulgt av partene i lønnsoppgjørene.

Det er trolig få gevinster ved å ha et annet inflasjonsmål enn andre land, men det kan være enkelte kostnader, om enn ikke store. For eksempel kan prising av langsiktige verdipapirer og sammenligning av lønnsveksten i Norge med lønnsveksten ute forstyrres av at inflasjonsmålene er ulike.

Ut fra en samlet vurdering er inflasjonsmålet i den nye forskriften fastsatt til 2 pst. Forskjellen mellom et inflasjonsmål på 2 og 2,5 pst. skal ikke overdrives. Når målet nå er satt til 2 pst., er det med utgangspunkt i at perioden med innfasing av store oljeinntekter i hovedsak er bak oss, og at det vil bringe vårt mål på linje med så godt som alle land rundt oss.

Norges Banks inflasjonsprognose ligger for øvrig på rundt 2 pst. for de tre nærmeste årene. Det er således grunn til å tro at aktørene i finansmarkedene for de nærmeste årene har bygget sine vurderinger på forventninger om en slik prisstigningstakt.

Hvilken indeks det skal styres etter?

Den nye forskriften fastsetter at inflasjonsmålet er knyttet til konsumprisindeksen, formulert som at årsveksten i konsumprisene over tid skal være nær 2 pst. Valg av indeks er uendret fra den tidligere forskriften. Alle land som har spesifisert et tallfestet inflasjonsmål for pengepolitikken, har brukt konsumprisindeksen i en eller annen variant. Indeksen er konstruert for beregning av kjøpekraft og er den mest brukte prisindeksen for å måle inflasjon.

I økonomisk litteratur er det pekt på at et mål for innenlandsk inflasjon kan være et bedre styringsmål for pengepolitikken når økonomien utsettes for strukturelle sjokk. Ved store forstyrrelser vil gjerne valutakursen reagere. Et mål på innenlandsk inflasjon vil i større grad kunne la valutakursen få virke som en støtdemper mot sjokket som har inntruffet.

Når inflasjonsstyringen er fremoverskuende, vil valg av prisindeks trolig være mindre viktig. For eksempel vil både virkninger av svingninger i kronkursen og virkninger av andre mer midlertidige forhold som skatte- og avgiftsendringer og direkte effekter av renteendringer, stort sett ha utspilt sin rolle når perspektivet er tilstrekkelig langt. Da oljeprisen falt fra sommeren 2014, svekket den norske kronen seg betydelig. Det ga utsikter til midlertidig høyere prisvekst, særlig på importerte konsumvarer. Dette fikk bare begrenset utslag i utformingen av pengepolitikken fordi de mer langsiktige drivkreftene for inflasjonen tilsa at prisveksten senere ville avta. Ved å se langt nok frem kunne Norges Bank la kronkursen få virke som en støtdemper uten å stramme til i pengepolitikken når inflasjonen midlertidig tok seg opp.

Valg av prisindeks er diskutert i flere av rapportene fra Norges Bank Watch. I rapporten Nor-

¹⁹ Holden, Steinar (2000): *Inntektspolitikk ved et inflasjonsmål*, trykket i *Perspektiver på pengepolitikken*, Jan Fredrik Qvigstad og Øistein Røisland (eds), 2000, Gyldendal Akademisk. Også tilgjengelig på Steinar Holdens hjemmeside.

²⁰ NOU 2013: 13 *Lønnsdannelsen og utfordringer for norsk økonomi*.

ges Bank Watch 2016 konkluderte forfatterne med at den samlede konsumprisveksten er det best egnede målet i inflasjonsstyringen, selv om innenlandsk inflasjon teoretisk sett er mer egnet ved strukturelle sjokk. De la blant annet vekt på at KPI er lett å forstå og at dataene er lett tilgjengelige og sammenlignbare på tvers av land. Konsumprisindeksen er dessuten sentral for å forankre forventningene, både for partene i arbeidslivet og aktørene i finansmarkedene, og også for husholdninger og bedrifter. I praksis er det heller ikke så lett å skille importvarer fra hjemmeproduserte varer, fordi det ofte er stort importinnhold i hjemmeproduserte varer og stort innslag av hjemmeproduksjon i importvarer (mengdeavgifter, transport, engros- og detaljhandel osv. for å få varen ut til kunden).

Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel

Inflasjonsstyring er i sin natur fremoverskuende. Det har sammenheng med at renteendringer påvirker inflasjon og produksjon og sysselsetting med et tidsetterslep.

En svakhet ved den tidligere forskriften var at inflasjonsmålets fremoverskuende karakter ikke kom så tydelig frem i selve forskriftsteksten, selv om det ble sagt i meldingsteksten og i brevet fra Norges Bank som inngikk som vedlegg til St.meld. nr. 29 (2000–2001). I den nye forskriften er det eksplisitt understreket i andre setning i § 3 at inflasjonsmålet er fremoverskuende og fleksibelt.

Uttrykket *fleksibel* i § 3 betyr i denne sammenhengen at sentralbanken skal avveie hensynet til å nå inflasjonsmålet mot de andre hensynene som angis i forskriften. Norges Bank praktiserer fleksibel inflasjonsstyring. I tillegg til prisstabilitet legger banken vekt på å stabilisere realøkonomien og på at pengepolitikken skal være robust, blant annet ved å motvirke at finansielle ubalanser bygger seg opp. Når inflasjonsforventningene er godt forankret, kan pengepolitikken bruke tid på å komme tilbake til inflasjonsmålet dersom det er oppstått en målkonflikt mellom hensynet til å bringe inflasjonen tilbake på målet og andre hensyn pengepolitikken etter forskriften skal ivareta.

Norsk økonomi er blitt utsatt for langvarige og store forstyrrelser i årene etter at inflasjonsmålet ble innført i 2001. Inflasjonen har vært lavere enn inflasjonsmålet i nokså lange perioder, men det har også vært perioder der inflasjonen har vært høyere enn målet. Avvikene mellom faktisk inflasjon og inflasjonsmålet har tidvis bidratt til å gjøre

avveilingen mellom hensynet til lav og stabil inflasjon og hensynet til stabilitet i produksjon og sysselsetting krevende. Å se lenger frem i pengepolitikken har vært en måte å imøtekomme flere hensyn. Målhorisonten for hvor raskt inflasjonen bør være tilbake på målet etter at det er oppstått avvik, vil avhenge av forstyrrelsene økonomien blir utsatt for og om inflasjonsforventningene er godt forankret. Departementet har ikke funnet det formålstjenlig å tidfeste en slik målhorisont. Dette bør være en del av Norges Banks skjønnsutøvelse i pengepolitikken.

Når inflasjonsforventningene er godt forankret, kan pengepolitikken bidra til en stabil utvikling i realøkonomien. Dersom det oppstår tvil om prisstigningen kommer tilbake til det fastsatte inflasjonsmålet, vil pengepolitikken måtte legge større vekt på sitt viktigste mål, nemlig å sikre det nominelle ankeret. Da vil pengepolitikken i mindre grad kunne ta hensyn til realøkonomien. Forankring av inflasjonsforventningene utgjør derfor både en forutsetning for å kunne utøve fleksibel inflasjonsstyring og en begrensning på hvor fleksibel inflasjonsstyringen kan være. *Godt forankrede og stabile inflasjonsforventninger* er et så viktig trekk ved vellykket inflasjonsstyring at departementet har vurdert om dette burde vært skrevet eksplisitt inn i forskriften for pengepolitikken. Når dette likevel ikke er gjort, er det ut fra en vurdering av at når formuleringene i den nye forskriften tydelig definerer et fremoverskuende og fleksibelt inflasjonsmål, så ligger forutsetningen om godt forankrede inflasjonsforventninger innbakt i dette. Det er bare når denne forutsetningen er oppfylt, at inflasjonsstyringen kan bli vellykket.

Hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting

Den nye forskriften fastlegger at inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at pengepolitikken kan bidra til *høy og stabil produksjon og sysselsetting*, samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Formuleringen «bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting» erstatter formuleringen i den tidligere forskriften om å «bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting».

Ordet «*høy*» er nytt og samsvarer med tilsvarende formulering i sentralbanklovutvalgets utkast til formålsbestemmelse for Norges Bank, se avsnitt 4.1. Den nye formuleringen ligner også på tilsvarende mål for den amerikanske sentralbanken (... «*promote effectively the goals of maximum employment...*»). I forbindelse med høringsen om sentralbanklovutvalgets innstilling hadde

ingen av høringsinstansene motforestillinger mot at ordet «høy» var kommet til. Pengepolitikken kan selvsagt ikke ta et hovedansvar for høy sysselsetting, men den kan bidra sammen med blant annet en velfungerende lønnsdannelse, gode rammevilkår for arbeidsmarkedet og en finanspolitikk som fremmer vekst og stabilitet. Formuleringen bygger også bro til de overordnede velferdsmålene for den økonomiske politikken. Pengepolitikken rolle vil i denne sammenheng særlig være å bidra til at arbeidsledigheten ikke biter seg fast på unødig høye nivåer, ved siden av å bidra til stabilitet i produksjon og sysselsetting.

Enkelte av høringsinstansene til sentralbanklovutvalgets utredning uttrykte et ønske om et dualt mål for pengepolitikken, der stabilitet i pengenes verdi og hensynet til høy og stabil sysselsetting blir likestilte, slik som for den amerikanske sentralbanken. Formuleringen i § 3 i den nye forskriften understreker det særansvaret pengepolitikken alltid må ha for å opprettholde pengenes verdi gjennom en lav og stabil inflasjon, samtidig som at den åpner for stor grad av fleksibilitet til å ta andre hensyn. I prinsippet kan pengepolitikken styres etter noe som i praksis kan se ut som en sidestilling av hensynet til inflasjonen og hensynet til realøkonomien, så lenge inflasjonsforventningene er godt forankret på målet. Hvis tilliten til inflasjonsmålet glipper, undermineres pengepolitikken evne til å bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting.

Pengepolitikken har bidratt til en stabil utvikling i norsk økonomi i tiden med inflasjonsstyring, se gjennomgangen i avsnitt 2.1. Rommet for fleksibilitet og skjønnutøvelse har vært tilstrekkelig til at pengepolitikken har kunnet dempe utslagene av forstyrrelsene som har inntruffet. Disse gode egenskapene videreføres i den nye forskriften.

Hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser

Pengepolitikken kan påvirke den finansielle stabiliteten, særlig gjennom husholdningers og foretaks risikotaking. Internasjonalt er det bred enighet om at hensynet til finansielle ubalanser er viktig, men det er omdiskutert hvorvidt dette hensynet bør være et eget mål for pengepolitikken eller om det er dekket av de mer alminnelige hensynene til realøkonomisk stabilitet over tid. I utøvelsen av pengepolitikken har Norges Bank lagt vekt på at pengepolitikken skal være robust, noe som blant annet innebærer å bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Det synes å

være bred støtte for denne praksisen i det norske økonomiske miljøet.

Å tydeliggjøre i den nye forskriften at pengepolitikken skal se hen til finansiell stabilitet, er etter departementets vurdering i tråd med faktisk politikktøvelse i Norge. Etter en samlet vurdering mener departementet at hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser bør gjenspeiles i forskriften.

På samme måte som at pengepolitikken ikke kan ta et hovedansvar for nivået på produksjon og sysselsetting, kan den heller ikke ta et hovedansvar for finansiell stabilitet. Myndighetene har også andre virkemidler til disposisjon for å bidra til finansiell stabilitet. Derfor er pengepolitikken rolle, slik den er formulert i forskriften, avgrenset til «å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser», og ikke å sikre finansiell stabilitet i vid forstand. Formuleringen må forstås å gjelde når finansielle ubalanser bygger seg opp, og ikke nødvendigvis i en nedbyggingsfase. Det er dermed en viss asymmetri i hvordan Norges Bank bør legge vekt på dette hensynet. I perioder med stabil vekst i norsk økonomi, og moderat vekst i boligpriser og gjeld, kan ubalanser som tidligere har bygget seg opp, avta. Da skal ikke pengepolitikken nødvendigvis søke å motvirke en slik utvikling. En situasjon med nedbygging trenger ikke være et problem i seg selv med mindre det samtidig gir ustabilitet i realøkonomien, noe pengepolitikken i så fall vil ivareta ved å vektlegge høy og stabil produksjon og sysselsetting. Virkemidler innen makrotilsyn som er ment å variere over tid, for eksempel enkelte kapitalkrav for bankene, kan også bidra i slike situasjoner.

For øvrig må dette hensynet ses i sammenheng med ordet *høy* i formuleringen at *pengepolitikken kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting*. Ordet *høy* peker mot at pengepolitikken skal legge vekt på at arbeidsledigheten ikke skal bite seg fast på unødig høye nivåer og at man skal søke å unngå at arbeidstakere varig faller ut av arbeidsmarkedet i nedgangskonjunkturer. Et slikt *ekspansivt* signal balanseres av et *kontraktivt* signal om at pengepolitikken samtidig må vektlegge hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

4.4 Norges Banks informasjon til offentligheten (§ 4)

Norges Bank har stor grad av fleksibilitet til å veie de ulike hensynene pengepolitikken skal ta slik banken mener er riktig, og da er det naturlig at

den redegjør for sine vurderinger og avveiiinger for offentligheten. Blant annet bør banken informere om inflasjonsutsiktene, de realøkonomiske utsiktene og utsiktene for finansiell stabilitet, samt i hvilken utstrekning inflasjonsforventningene er i samsvar med inflasjonsmålet. Banken bør videre redegjøre for hvordan den ser for seg at pengepolitikken må innrettes for å nå de målene som er fastsatt.

I årene etter finanskrisen er det blitt vanligere at sentralbanker gir signaler om fremtidig utvikling i styringsrenten. Norges Bank var tidlig ute og begynte å publisere renteprognooser betinget på den anslåtte utviklingen i økonomien i 2005. Det skapte betydelig internasjonal oppmerksomhet, og få andre sentralbanker har valgt å gjøre det samme.

Thøgersen (2011)²¹ skriver blant annet følgende:

«Prinsipielt sett var dette et naturlig steg for en sentralbank som ønsker å oppnå troverdighet gjennom å være forutsigbar. En eksplisitt rentebane, med estimerte usikkerhetsvifter, fremstår som et vesentlig mer presist redskap for å påvirke publikums renteforventninger enn subjektivt tolkbare verbale formuleringer.

Publiseringen av rentebanen er konsistent med den stadig oppjusterte rollen forventningsdannelsen er blitt tillagt i pengepolitisk analyse. Ut i fra at de fleste aktører har en renteesponering som avhenger av renteutviklingen over lengre horisont, kan en som Colombia-professor Michael Woodford konkludere med at «*For not only do expectation matter, but (...) very little else matters*», jfr. Woodford (2005). Med rimelighet kan en si at dette sitatet fanger opp den senere tids konsensus i sentralbanker verden over, jfr. hvordan henvisninger til akkurat dette sitatet har blitt en klassiker i taler og foredrag i regi av både Norges Bank og andre sentralbanker. Sett i forhold til det «overraskelsesorienterte» devalueringsregimet frem til midten av 1980-tallet, må dagens opplegg bygd på rentebaner og forventningsstyring à la Woodford, betraktes som den ultimate motsetning!»

Som det fremgår av vedlegg 4, har en rekke Norges Bank Watch-grupper vært opptatt av at Norges

Bank bør offentliggjøre mest mulig informasjon om de vurderinger som ligger til grunn for beslutningene i pengepolitikken, herunder utfyllende referater fra møtene i hovedstyret, offentliggjøring av stemmeresultater og eventuelle dissenser, samt at de eksterne hovedstyremedlemmene bør få mulighet til redegjøre offentlig for sitt syn på pengepolitikken.

Norges Bank er blant de mest åpne sentralbankene i verden når det gjelder å redegjøre for det faglige grunnlaget for sine beslutninger. Hovedstyret har valgt å opptre som et konsensusstyre, hvor man i all hovedsak diskuterer seg frem til et felles syn. Eventuelle mindretallssynspunkter er blitt reflektert under redegjørelsen for hvilke momenter som var fremme i hovedstyrets diskusjon. I 2017 begynte Norges Bank å oppgi stemmegivingen i redegjørelsen for rentebeslutningene.

Departementet har i finansmarkedsmeldingene, og før det i kredittmeldingene, gitt uttrykk for at den økte åpenheten fra Norges Banks side er positiv. Utover dette legger departementet til grunn at Norges Bank selv finner en hensiktsmessig form på informasjonen til offentligheten.

Etter en samlet vurdering er bestemmelsen om Norges Banks informasjon til offentligheten gitt følgende ordlyd i den nye forskriften:

§ 4

Norges Bank skal jevnlig offentliggjøre de avveiiingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

4.5 Bestemmelser som ikke er videreført

Modernisering av forskriften har ført til at enkelte lite tidsmessige formuleringer i den tidligere forskriften, se vedlegg 3, er blitt justert eller ikke er videreført:

- *Stabil kronekurs* stod sentralt i den tidligere forskriften, særlig i første ledd i § 1. Disse formuleringene var med å bygge bro fra det tidligere regimet hvor en styrte etter stabil kronekurs. I en økonomi som den norske vil valutakursen alltid måtte veie tungt i de pengepolitiske avveiiingene, ettersom den betyr mye både for inflasjonen og for produksjonen og sysselsettingen. Oljeprisfallet fra 2014 og de nødvendige politikkendringene etterpå viser at det i gitte situasjoner nettopp kan være ønskelig at kronekursen endrer seg betydelig. Et eksplisitt hensyn til stabil kronekurs kan komme i konflikt med

²¹ Thøgersen, Øystein (2011): *Pengepolitikken evolusjon*, i Finansråd i utfordrende tider – Om forvaltning og økonomisk politikk, festskrift til Tore Eriksen, Finansdepartementet 2011. Også utgitt som SNF Arbeidsnotat Nr. 36/11.

hensynet til en stabil utvikling i økonomien. Henvisningene til kronekursen er derfor ikke med i den nye forskriften, men det må fortsatt legges til grunn at unødige svingninger i kronekursen kan medføre kostnader som Norges Bank i utøvelsen av pengepolitikken vil hensynta.

- Pengepolitikken skal *understøtte finanspolitikken* i stabiliseringen av norsk økonomi er en formulering som ikke lenger brukes. Formuleringen må nok ses på bakgrunn av at handlingsregelen og inflasjonsmålet kom samtidig. Nokså tidlig etter at inflasjonsstyringen ble innført ble arbeidsdelingen mellom pengepolitikken og finanspolitikken omtalt annerledes, og det er etterhvert blitt uttrykt at pengepolitikken er førstelinjeforsvaret i stabiliseringspolitikken. Formuleringen er erstattet av ny formulering, som drøftet i avsnitt 4.3.

- Formuleringer om såkalte «*unntaksklausuler*» (dvs. at det ikke skal tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser) er tatt ut. Denne bestemmelsen er unødig når det gjøres helt klart at inflasjonsmålet er fremoverskudende. Det er umulig å lage en komplett liste over forstyrrelser og strukturelle sjokk som kan ramme Norge og som kan tilsi at inflasjonen på kort sikt bør avvike fra inflasjonsmålet. Det legges til grunn at Norges Bank selv foretar en vurdering av varigheten av ulike forstyrrelser til konsumprisene og redegjør for dette i den grad det er relevant for de pengepolitiske avveiningene (fjerde ledd i § 1 i den tidligere forskriften).
- §§ 3 og 4 i den tidligere forskriften var utdaterte.

5 Forskriftens hjemmelsgrunnlag i sentralbankloven

Ulike land har forskjellige opplegg for hvem som definerer det operative målet for pengepolitikken. I stort sett alle land fastsetter parlamentet eller lovgivende myndighet et formål for sentralbanken i lov. Formålet setter klare rammer for pengepolitikken, samtidig som den åpner for ulike operative mål for hvordan pengepolitikken skal styres. For eksempel kan formålet ofte være forenelig både med et inflasjonsmål og et valutakursmål. I mange land er det regjeringen eller departementet som setter nærmere mål for den operative gjennomføringen av pengepolitikken innenfor lovens rammer. I Sverige, euro-området, USA og Sveits er det sentralbanken selv som fastsetter det operative målet for pengepolitikken.

At ulike land har valgt forskjellige løsninger for hvem som skal formulere de operasjonelle målene for pengepolitikken, må ses i sammenheng med at det er konstitusjonelle forskjeller og ulike tradisjoner mellom landene.

I Norge er det Kongen i statsråd som har ansvar for å fatte vedtak om penge- og valutapolitikken. Dette følger av § 2 i gjeldende sentralbanklov, hvor det heter:

- *Banken skal utøve sin virksomhet i samsvar med de økonomisk-politiske retningslinjer som er fastlagt av statsmyndighetene...* (§ 2 første ledd)
- *Før banken treffer vedtak av særlig viktighet, skal saken være forelagt departementet.* (§2 andre ledd)
- *Kongen i statsråd kan treffe vedtak om bankens virksomhet. Disse vedtak kan være generelle regler eller pålegg i enkeltsaker. Banken skal ha anledning til å uttale seg før det treffes slikt vedtak. Melding om vedtak skal sendes Stortinget snarest mulig.* (§2 tredje ledd)

Etter loven skal Kongen i statsråd fastsette det operative målet for pengepolitikken, mens Norges Bank avgjør hvordan renten og andre virkemidler skal brukes for å nå målet. Det er med andre ord ikke måluavhengighet i pengepolitikken, men Norges Bank har stor grad av uavhengighet i bruken av virkemidler for å nå målet banken er gitt. Det innebærer at sentralbanken ut fra sitt skjønn

skal fastsette styringsrenten for å oppfylle de operative målene som forskriften fastsetter.

Sentralbanklovutvalget har i sin utredning foreslått å videreføre og tydeliggjøre dette systemet. Sentralbanklovutvalget skriver blant annet følgende om dette i avsnitt 20.4.4:

«Kongen i statsråd bør fortsatt sette et nærmere operativt mål for pengepolitikken i forskrift fra regjeringen, jf. omtale i kapittel 21 og forslag til ny § 1-4 første ledd. Et mål i loven om å bevare pengenes verdi vil avgrense hvilke nærmere mål regjeringen senere kan fastsette i en forskrift. En lovbestemmelse bør samtidig gi rom for at det kan bli aktuelt med andre operasjonelle måter å nå det overordnede målet på.»

Departementets vurdering

Den nye forskriften for pengepolitikken er fastsatt 2. mars 2018 med hjemmel i lov 24. mai 1985 nr. 28 om Norges Bank og pengevesenet mv. (sentralbankloven) § 2 tredje ledd. Regjeringen fastsetter nærmere retningslinjer for banken innenfor lovens rammer. Norges Bank har etter loven stor grad av uavhengighet i bruken av virkemidler for å nå målet som settes. Norges Bank skal være åpen og informere om avveingene i utøvelsen av pengepolitikken, og departementet evaluerer bankens måloppnåelse og rapporterer til Stortinget. En slik delegering gir grunnlag for en grundig, faglig skjønnsutøvelse i utøvelsen av pengepolitikken, samtidig som Norges Bank og målene for pengepolitikken er tydelig demokratisk forankret.

Den tidligere forskriften for pengepolitikken ble fastsatt i 2001 da inflasjonsmålet ble innført og samtidig med at handlingsregelen for bruken av oljeinntekter ble etablert. Det har vært en utvikling både i tenkningen om og praktiseringen av pengepolitikken siden 2001. Det er oppstått en avstand mellom ordlyden og den praksis som har utviklet seg. Endringene som nå gjennomføres, vil bringe forskriften i samsvar med pengepolitikken slik den i dag blir utøvd. De nye retningslinjene for pengepolitikken legger et godt grunnlag for at

Norges Bank kan videreføre en pengepolitikk som nyter tillit både i finansmarkedet og i samfunnet for øvrig.


Sentralbanklovutvalget avga 23. juni i fjor sin utredning NOU 2017: 13. Finansdepartementet følger opp utredningen, og regjeringen vil legge frem forslag til ny sentralbanklov for Stortinget. Formuleringene i den nye forskriften antas å være forenlig med ulike måter å formulere sentralbankens formål i ny lov. Forskriften for pengepolitikken må uansett hjemles på nytt etter at Stortinget har vedtatt ny sentralbanklov.

Finansdepartementet

t i l r å r :

Tilråding fra Finansdepartementet 2. mars 2018 om Ny forskrift for pengepolitikken blir sendt Stortinget.

Vedlegg 1**Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet av 28.2.2018**


NORGES BANK

Finansdepartementet
Akersgata 40, Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

Dato: 28. februar 2018
Deres ref.: 16/2722 - mel
Vår ref.: 16/03200

Strengt fortrolig
Beskyttelsesinstruksen § 4 jf
offl § 13 jf sbl § 12
Graderingen gjelder til
Regjeringen har offentliggjort sitt
vedtak.

Modernisering av forskriften for pengepolitikken

Norges Bank viser til brev fra Finansdepartementet 21. februar 2018 om retningslinjene for pengepolitikken, med utkast til ny forskrift som forelegges Norges Bank til uttalelse i samsvar med sentralbankloven § 2 tredje ledd.

Etter Norges Banks vurdering har rammeverket for pengepolitikken fungert godt.¹ Prisindeksen har vært lav og stabil, og inflasjonsmålet har sørget for forankring av inflasjonsforventningene. I perioden med inflasjonsmål har norsk økonomi vært utsatt for store forstyrrelser. En fleksibel praktisering av inflasjonsstyringen har bidratt til å dempe utslagene i produksjon og sysselsetting.

Norges Bank mener at den nye forskriften klargjør mandatet for pengepolitikken og underbygger den fleksible praktiseringen av inflasjonsstyringen. Slik Norges Bank vurderer det, vil den nye forskriften ikke føre til vesentlige endringer i utøvelsen av pengepolitikken.

I det følgende gjøres det nærmere rede for bankens forståelse av utformingen av forskriften.

I forskriften (§ 1) heter det:

«Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon.»

Forskriften klargjør med dette hva som er pengepolitikkenes hovedoppgave. Prisstabilitet er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til en god og stabil utvikling i økonomien over tid.

I forskriften (§ 3) heter det:

«Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent.»

¹ I forbindelse med arbeidet med modernisering av forskriften for pengepolitikken ba Finansdepartementet Norges Bank om å vurdere erfaringene med pengepolitikken i Norge siden 2001. Notatet med bankens vurderinger ble oversendt Finansdepartementet 31. januar 2017 og er offentliggjort på Norges Banks nettsider.

Postadresse Postboks 1179 Sentrum 0107 Oslo	Besøksadresse Bankplassen 2 Oslo	Telefon 22 31 60 00 Telefaks 22 41 31 05 www.norges-bank.no central.bank@norges-bank.no	Organisasjonsnummer NO 937 884 117 MVA
--	---	---	--

Figur 1.1



Det er ikke mulig å tallfeste presist hva som er et optimalt inflasjonsmål for norsk økonomi. Et måltall på 2 prosent er i samsvar med nivået på inflasjonsmålene hos de fleste av våre handelspartnere.

Det er vanskelig å finne tungtveiende argumenter for at Norge nå bør ha et annet mål for inflasjonen enn landene rundt oss. I 2001, da inflasjonsstyringen ble innført, var norsk økonomi i en situasjon der økte oljeinntekter gradvis skulle fases inn i økonomien. Det var en utbredt oppfatning at innfasingen ville tilsa en appresiering av realvalutakursen. Måltallet for inflasjonen ble den gang satt til 2,5 prosent. Det skulle gi grunnlag for at en ventet realappresiering delvis kunne skje i form av en økende forskjell i pris- og kostnadsnivået mellom Norge og handelspartnere. Perioden med økt bruk av oljeinntekter synes nå i hovedsak over.

Lavere prisvekst over tid som følge av et lavere inflasjonsmål, vil gi tilsvarende lavere nominell rente. Internasjonale erfaringer har vist at handlingsrommet i pengepolitikken ikke er uttømt når styringsrenten er nær null. Slik Norges Bank vurderer det, vil handlingsrommet være tilstrekkelig med et inflasjonsmål på 2 prosent.

I forskriften (§ 3) heter det videre:

«Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.»

Formuleringen er i tråd med hvordan pengepolitikken er blitt utøvd. Horisonten for oppnåelse av inflasjonsmålet er over tid blitt utvidet. Pengepolitikken er blitt mer fleksibel.

Norges Bank vil sette renten med sikte på å stabilisere inflasjonen rundt målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de påvirker utsiktene for inflasjonen og realøkonomien. I gjennomføringen av pengepolitikken vil Norges Bank se hen til indikatorer for den underliggende konsumprisveksten.

Så lenge det er tillit til at inflasjonen vil holde seg lav og stabil, kan pengepolitikken bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. En fleksibel inflasjonsstyring kan motvirke at lavkonjunkturer blir dype og langvarige. Det kan redusere faren for at arbeidsledigheten fester seg på et høyt nivå i etterkant av økonomiske tilbakeslag. Pengepolitikken kan likevel ikke ha et hovedansvar for høy produksjon og sysselsetting. Nivået på produksjon og sysselsetting over tid avhenger av den samlede økonomiske politikken, herunder skatte- og trygdesystemet, og av systemet for lønnsdannelse og arbeidsmarkedets virkemåte.

Regulering og tilsyn av finansinstitusjoner er de viktigste tiltakene mot forstyrrelser i det finansielle systemet. Pengepolitikken kan i noen grad bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser og derved redusere risikoen for kraftige tilbakeslag i økonomien frem i tid. Hvor mye vekt dette hensynet vil få i gjennomføringen av pengepolitikken, vil være situasjonsavhengig og må baseres på en samlet vurdering av utsiktene for inflasjon, produksjon og sysselsetting.

Kronekursen har vesentlig betydning for utviklingen i inflasjon, produksjon og sysselsetting. Hvordan Norges Bank i pengepolitikken vil reagere på endringer i valutakursen, vil avhenge av hvordan kursbevegelsene påvirker utsiktene for økonomien.

Figur 1.2



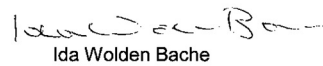
I forskriften (§ 4) heter det:

«Norges Bank skal jevnlig offentliggjøre de avveingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken.»

Norges Bank legger vekt på åpenhet i kommunikasjonen av pengepolitikken. Banken rapporterer om gjennomføringen av pengepolitikken i årsberetningen. Avveingene som ligger til grunn for rentesettingen, vil offentliggjøres regelmessig, blant annet i de pengepolitiske rapportene.

Med hilsen


Øystein Olsen


Ida Wolden Bache

Strengt fortrolig

Side 3 (3)

Figur 1.3

Vedlegg 2**Brev fra Finansdepartementet til Norges Bank av 21.2.2018***Modernisering av forskriften for pengepolitikken*

I Finansmarkedsmeldingen 2016 varslet Finansdepartementet at det ble satt i gang et arbeid for å modernisere forskriften for pengepolitikken. Dagens forskrift ble fastsatt i 2001. Ordlyden i gjeldende forskrift er preget av de utfordringene som var aktuelle den gangen, og det er behov for å oppdatere den.

Erfaringene med inflasjonsstyring for pengepolitikken har vært gode. Økonomien har tidvis vært utsatt for store forstyrrelser siden inflasjonsmålet ble innført. Pengepolitikken har bidratt til godt forankrede inflasjonsforventninger og til å stabilisere utviklingen i produksjonen og sysselsettingen.

Det har vært en utvikling både i tenkningen om og praktiseringen av pengepolitikken siden 2001. Økende tillit til inflasjonsmålet og til inflasjonsstyringen har gjort det mulig å gradvis legge mer vekt på hensynet til stabilitet i realøkonomien når renten fastsettes. De senere årene har Norges Bank i rentesettingen i tillegg lagt noe vekt på hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Det har etter Finansdepartementets syn vært en god utvikling i hvordan pengepolitikken praktiseres. Fagøkonomer og partene i arbeidslivet ser ut til å dele en slik vurdering. En modernisert forskrift bør gjenspeile lærdommene som har vært trukket siden 2001, og også den gjeldende oppfatningen av pengepolitikkenes rolle og utøvelse.

Finansministeren vil tilrå at retningslinjene for pengepolitikken moderniseres gjennom å fastsette ny forskrift ved kgl. res. i medhold av § 2 tredje ledd i lov om Norges Bank og pengevesenet (sentralbankloven):

- § 1 Pengepolitikken skal opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon.
- § 2 Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.
- § 3 Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 pst. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselset-

ting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

- § 4 Norges Bank skal jevnlig offentliggjøre de avveingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken.
- § 5 Denne forskrift trer i kraft straks. Samtidig oppheves forskrift av 29. mars 2001 nr. 278 om pengepolitikken.

De viktigste endringene er:

1. *Omtalen av hensynet til realøkonomisk stabilitet endres*

I forslaget til ny forskrift legges det opp til å presisere at inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel. Det gjør at pengepolitikken kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt motvirke oppbygging av finansielle ubalanser (se punkt 2). Dette erstatter dagens mål om å «bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting». Pengepolitikken kan ikke ta et hovedansvar for høy sysselsetting, men den kan bidra sammen med en velfungerende lønnsdannelse, gode rammevilkår for arbeidsmarkedet og en finanspolitikk som fremmer vekst og stabilitet.

2. *Hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser tas inn i forskriften*

Internasjonalt er det bred enighet om at hensynet til finansielle ubalanser er viktig, men det er omdiskutert hvorvidt dette hensynet bør være et eget mål for pengepolitikken eller om det er dekket av de mer alminnelige hensynene til realøkonomisk stabilitet over tid. Når departementet har tatt inn en slik formulering i forskriften, er det fordi Norges Bank i gjennomføringen av pengepolitikken i flere år har lagt vekt på å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Det synes å være bred støtte for denne praksisen i det norske økonomiske miljøet. Pengepolitikken kan ikke ta et hovedansvar for finansiell stabilitet, men den kan bidra.

3. *Måltallet for inflasjonen endres til 2 pst.*

Da inflasjonsmålet ble satt til 2,5 pst. i 2001, ble det lagt vekt på at norsk økonomi sto foran en periode med innfasing av oljepenger og en

ekspansjon av offentlig sektor og næringer som ikke konkurrerer med utlandet. En konsekvens var at konkurranseevnen måtte svekkes og at det best kunne skje gjennom en noe høyere inflasjon enn hos våre handelspartnere. Nå er perioden med innfasing av oljeinntekter i hovedsak bak oss. Et sentralt argument for å ha et høyere inflasjonsmål enn andre land er dermed falt bort. I praksis har i dag alle sammenlignbare land inflasjonsmål på 2 pst. Inflasjonen i Norge har i gjennomsnitt vært 2,0 pst. i perioden med inflasjonsstyring, samtidig som ressursutnyttelsen har vært høy og arbeidsledigheten lav, noe det var en viss usikkerhet om da målet ble fastsatt.

Forskjellen mellom et inflasjonsmål på 2 og 2,5 pst. skal ikke overdrives. Når departementet legger opp til å nedjustere målet til 2 pst. skyldes det særlig at perioden med innfasing av store oljeinntekter i hovedsak er bak oss, og at det vil bringe vårt mål på linje med så godt som alle land rundt oss.

Modernisering av forskriften innebærer også en justering av enkelte lite tidsmessige formuleringer i dagens forskrift:

- *Stabil valutakurs* står sentralt i dagens forskrift, særlig i første ledd i § 1. I en liten, åpen økonomi som den norske vil valutakursen alltid måtte veie tungt i de pengepolitiske avveieingene ettersom den betyr mye både for inflasjonen og for produksjonen og sysselsettingen. Det er likevel gode argumenter for å tone ned kronkursen og kursforventningene som mål i seg selv. Oljeprisfallet og de nødvendige politikkenringene etterpå viser at det i gitte situasjoner nettopp kan være ønskelig at valutakursen endrer seg betydelig. Et eksplisitt hensyn til stabil valutakurs kan komme i konflikt med hensynet til en stabil utvikling i økonomien. Henvisningene til kronkursen utgår derfor i forslaget til ny forskrift, men det må fortsatt legges til grunn at unødige sving-

ninger i kronkursen kan medføre kostnader som Norges Bank i utøvelsen av pengepolitikken vil hensynta.

- Formuleringen om at *pengepolitikken skal understøtte finanspolitikken i stabiliseringen av norsk økonomi*, slik det står i dagens forskrift, er en formulering som ikke lenger brukes. Nokså kort tid etter at forskriften ble fastsatt, ble arbeidsdelingen mellom pengepolitikken og finanspolitikken omtalt annerledes, og det er etterhvert blitt uttrykt at pengepolitikken er førstelinjeforsvaret i stabiliseringspolitikken.
- *Unntakene* i fjerde ledd i § 1 i dagens forskrift blir unødvendige når inflasjonsmålets fremoverskuende karakter blir klart uttrykt i forslaget til ny forskrift. Det legges til grunn at Norges Bank selv foretar en vurdering av varigheten av ulike forstyrrelser i konsumprisene og redegjør for dette i den grad det er relevant for de pengepolitiske avveieingene.
- §§ 3 og 4 i dagens forskrift utgår.

De nye retningslinjene for pengepolitikken vil innebære kontinuitet i utøvelsen av pengepolitikken og legge et godt grunnlag for at Norges Bank kan videreføre en pengepolitikk som nyter tillit både i finansmarkedet og i samfunnet for øvrig.

Utkastet til ny forskrift sendes med dette Norges Bank for uttalelse, jf. at banken skal ha anledning til å uttale seg før det treffes vedtak om bankens virksomhet. Bankens uttalelse vil bli vedlagt i melding til Stortinget. Vi ber om bankens uttalelse innen utgangen av 28. februar 2018.

Med hilsen

Hans Henrik Scheel e.f.

finansråd

Amund Holmsen

ekspedisjonssjef

Vedlegg 3**Den tidligere forskriften om pengepolitikken**

Fastsatt ved kronprinsregentens resolusjon 29. mars 2001 med hjemmel i lov 24. mai 1985 nr. 28 om Norges Bank og pengevesenet mv. (sentralbankloven) § 2 tredje ledd og § 4 annet ledd. Fremmet av Finansdepartementet.

I

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

Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

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

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

§ 2. Norges Bank skal jevnlig offentliggjøre de vurderingene som ligger til grunn for den operative gjennomføringen av pengepolitikken.

§ 3. Den norske kronens internasjonale verdi fastlegges på grunnlag av kursene i valutamarke- det.

§ 4. Norges Bank gir på statens vegne de meddelelser om kursordningen som følger av deltakelse i Det internasjonale valutafond, jf. lov om Norges Bank og pengevesenet § 25 første ledd.

II

Denne forskrift trer i kraft straks. Samtidig oppheves forskrift av 6. mai 1994 nr. 331 om den norske kronens kursordning.

Vedlegg 4**Oversikt over synspunkter fra Norges Bank Watch gruppene**

I oversikten i dette vedlegget er det først og fremst tatt med de tilrådingene som er relevante for arbeidet med modernisering av forskriften. Råd som er nevnt av flere Norges Bank Watch grupper, er i hovedsak gjengitt første gang det er fremført, men med angivelse av hvilke grupper som har sagt dette.

NBW 2000 (Hamilton, Thøgersen, M. Andreassen og H.M. Andreassen)

- Gruppen mener det er uklarhet rundt det pengepolitiske regimet. Ifølge gruppen har Norges Bank på eget initiativ begynt å styre etter samme inflasjonsmål som ECB, noe som er en omlegging av pengepolitikken bort fra direkte valutakursstyring.
- Gruppen anbefaler innføring av et fleksibelt inflasjonsmål på 2 pst. +/- 1 prosentenh. Virkemiddelbruken bør rettes inn mot å nå målet 2 år fram i tid. I tillegg bør det vurderes å introdusere en «tilleggspilar» i forskriften som pålegger banken å ta hensyn til forhold som bobler i aktiva (f.eks. boligmarkedet) eller overdrevne utslag i valutakursen.
- Arbeidsdelingen i den økonomiske politikken bør endres slik at finans- og pengepolitikken sammen skal bidra til stabilisering av økonomien

NBW 2001 (H.M. Andreassen, De Grauwe, Solheim og Thøgersen)

- Norges Bank bør overvåke utviklingen i gjeld og aktivapriser nøye. Aktivapriser bør likevel ikke i seg selv være en målsetting for pengepolitikken. Sentralbanken bør legge til grunn en «lean against the wind»-strategi.
- Medlemmer til hovedstyret bør ansettes ut fra faglige kvalifikasjoner. Ordningen med at de politiske partiene utnevner medlemmer til hovedstyret, bør opphøre. (gjentas av NBW 2002)
- Det bør offentliggjøres referater fra møtene i hovedstyret. (gjentas i litt ulike varianter av NBW 2002, 2004, 2007, 2010, 2011, 2012, 2014, 2015 og 2017. Forskjellene går blant annet på om stemmeresultater skal offentliggjøres eller ei.)

NBW 2002 (Svensson, Houg, Solheim og Steigum)

- Gruppen anbefaler en institusjonell reform med en ny lov for Norges Bank som spesifiserer et mandat for prisstabilitet, sikrer Norges Bank operasjonell uavhengighet og klargjør hva Norges Bank kan holdes ansvarlig for.
- Henvisningen til stabilitet i valutakurs bør fjernes fra retningslinjene for pengepolitikken. (gjentas av NBW 2007 og 2014)
- Finansdepartementet bør inkludere en evaluering av Norges Banks utøvelse av pengepolitikken i de årlige kredittmeldingene.
- Det bør gjennomføres regelmessige høringer om pengepolitikken i Stortinget
- Det bør avholdes en konferanse om pengepolitikk årlig eller halvårlig. Denne bør finansieres av Norges Bank, men organiseres av en uavhengig aktør (f.eks. en akademisk institusjon).

NBW 2003 (Ekeli, Haug, Berg og Steigum)

- Norges Bank bør legge til grunn en mer fleksibel horisont for oppnåelse av inflasjonsmålet.
- Norges Bank bør legge til grunn en utvikling i renten basert på bankens beste estimat, i stedet for dagens forutsetning om uendret rente. Norges Bank bør erstatte dagens «bias-setninger», med en formulering knyttet til sannsynlig retning på neste renteendring.
- Hovedstyret bør vurdere å avholde møter oftere, f.eks. hver fjerde uke.

NBW 2004 (Bjørnland, Ekeli, Geraats, Leitmo)

- Praksisen med månedsmøter med Finansdepartementet bør avskaffes. Finansdepartementet bør først informeres umiddelbart etter Hovedstyrets rentemøte.
- Norges Bank bør gi ut inflasjonsrapporter fire ganger i året.
- Norges Bank bør publisere sin foretrukne referansebane for styringsrenten

NBW 2005 (Holden, Dørum og Isachsen)

- Praksisen med månedsmøter med Finansdepartementet kan redusere påvirkningsmulig-

heten til de eksterne medlemmene av hovedstyret. De eksterne medlemmene bør få egne forskningsassistenter og tilføres mer midler til å jobbe med pengepolitikk.

- Instruksjonsretten bør ikke fjernes. Terskelen for å bruke den er høy, og det er hensiktsmessig at den finnes dersom en uforutsett situasjon skulle kreve rask handling.
- Kritikk av at Norges Bank toner ned at pengepolitikken i henhold til forskriften skal bidra til å stabilisere valutakursen.
- Det var en fornuftig beslutning å forlate toårshorisonten i juli 2004 til fordel for en mer fleksibel horisont på 1–3 år.

NBW 2006 (Holden og Dørum)

- Forskriften gir tilstrekkelig fleksibilitet.
- Gruppen bifaller Norges Banks beslutning om å produsere en egen renteprognose, med virkning fra og med Inflasjonsrapport 3/05.

NBW 2007 (Goodfriend, Mork og Söderström)

- Det operative målet for prisstigningen bør settes ned.
- Foreleggelsesplikten og instruksjonsretten bør fjernes. (gjentas i litt ulike varianter av NBW 2012, 2013, 2014 og 2018)
- De eksterne medlemmene i hovedstyret bør få økt tilgang til å uttale seg offentlig. (gjentas av NBW 2010 og 2014)
- Det bør utredes en ny konsumprisindeks som styringsparameter for innretningen av Norges Banks virkemiddelbruk. Den skal inneholde varer og tjenester med «sticky prices».
- Norges Bank bør være mer eksplisitte på hvordan de kommer fram til prognosen for valutakursutviklingen.

NBW 2008 (Juel, Molnar og Røed)

- Norges Bank bør klargjøre hvordan formuespriser tas hensyn til i rentesettingen.
- Norges Bank bør prioritere arbeidet med å identifisere utviklingen i den nøytrale realrenten i Norge.
- Produksjonsgapet bør tillegges mindre vekt i vurderingene og kommunikasjonen av pengepolitikken.
- Norges Bank bør vurdere å publisere justerte prognoser i forbindelse med de rentemøtene der banken ikke legger fram ny pengepolitisk rapport

NBW 2009 (Bergman, Juel og Steigum)

- Banken bør ta hensyn til formuespriser i den grad slike priser gir tilleggsmasjiner om den fremtidige utviklingen i inflasjon og kapasitetsutnyttelse.
- I situasjoner med uvanlig stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen, bør usikkerheten reflekteres i de alternative scenariene som presenteres i de pengepolitiske rapportene. Når Norges Banks vurderinger endres betydelig på kort tid, bør det kommuniseres utad så raskt som mulig.
- Rapportene fra det regionale nettverket bør publiseres med én gang de foreligger.
- KPIXE har klare svakheter og bør ikke brukes som hovedindikator for underliggende inflasjon. (gjentas av NBW 2010, 2011 og 2013)

NBW 2010 (Bjørnland, Clarida, Holvik og Steigum)

- Anslag på enkelte makroøkonomiske hovedstørrelser bør oppdateres ifb. enkelte av rentemøtene der det ikke legges fram pengepolitisk rapport. (gjentas av NBW 2011)

NBW 2011 (Bjørnland og Wilhelmsen)

- Norges Bank bør klargjøre i hvilken grad hensynet til finansiell stabilitet påvirker de pengepolitiske beslutningene.

NBW 2012 (Torvik, Vredin og Wilhelmsen)

- Norges Bank bør få større grad av uavhengighet fra politiske myndigheter. Peker på at det er Regjeringen som utnevner både sentralbanksjefen, visesentralbanksjefen og medlemmene av hovedstyret.
- Ansvar for hovedstyret er stort, og ikke konsistent med at de eksterne medlemmene bare er engasjert på deltid.
- Det er uklart om finansiell stabilitet vektlegges kun i den grad det påvirker utsiktene for inflasjon og produksjon fram i tid, eller om finansiell stabilitet er et selvstendig mål i pengepolitikken. Bør klargjøres både i bankens formelle mandat og gjennom tydeligere kommunikasjon av banken.
- Uavhengig av om finansiell stabilitet er et selvstendig mål eller ikke, bør Norges Bank være tydeligere på hvordan f.eks. størrelsen på risikopåslag påvirker bankens økonomiske prognoser og rentebeslutninger.
- Banken, og ikke Finanstilsynet, bør ha ansvaret for makroovervåkingen av finanssektoren.

NBW 2013 (Boye og Sveen)

- Arbeidsmulighetene for de eksterne medlemmene i hovedstyret bør styrkes.
- Gruppen er kritiske til om den nye tapsfunksjonen fra 2012 fanger opp risikoen for finansiell ustabilitet. Norges Bank bør utvikle modellbaserte indikatorer som er nærmere knyttet til finansiell stabilitet.

NBW 2014 (Mork, Boye og Dargallo)

- Norges Bank bør ligge under Stortinget.
- Det bør etableres en pengepolitisk komité med ansvar for pengepolitikk og finansiell stabilitet.
- Kandidater fra andre skandinaviske land bør vurderes til Hovedstyret.
- Gruppen er skeptisk til at Norges Banks tapsfunksjon fra 2012 inneholder et ledd for glatting av renten og avvik fra normalrente. Med nye virkemidler for finansiell stabilitet (herunder motsyklisk kapitalbuffer) bør Norges Bank gå tilbake til en tapsfunksjon der bare avvik fra potensiell produksjon og avvik fra inflasjonsmålet inngår.
- Norges Bank bør publisere rådet om nivå på motsyklisk kapitalbuffer samtidig som de gir rådet til Finansdepartementet
- Rentebanen bør suppleres med såkalt «forward guidance», slik bl.a. FED og BoE gjør.
- Norges Bank må passe på at tilliten til inflasjonsmålet ikke svekkes, jf. at inflasjonsforventningene to år frem i tid så ut til å ha avtatt.

NBW 2015 (Aamdal og Lommerud)

- Når styringsrenten er svært lav, og det har vært kraftig vekst i boligprisene, bør pengepolitikken helle i retning av ikke å redusere styringsrenten ytterligere.

NBW 2016 (Bruce, Gottfries og Lommerud)

- Et tydeligere formulert mandat for pengepolitikken kan bidra til å gjøre den mer forutsigbar. Det bør sies klarere hvordan strukturelle sjokk og midlertidige forstyrrelser skal håndteres i pengepolitikken. Teoretisk er det gode grunner til at pengepolitikken bør sikte mot å stabilisere innenlandsk inflasjon, men det fremoverskuede inflasjonsmålet bør likevel være knyttet til konsumprisene som i dag. Utøvelsen av pengepolitikken bør imidlertid være slik at samlet inflasjon for en periode kan avvike for inflasjonsmålet når økonomien rammes av strukturelle sjokk og midlertidige forstyrrelser.

- Måltallet på 2,5 pst. bør vurderes justert ned til 2 pst.
- Gruppen mener måten Norges Bank innlemmer hensynet til at pengepolitikken skal være robust i sine alternative scenarier for rentebanen, er for skjønnsmessig. Mandatet for pengepolitikken bør endres slik at det blir tydeligere hvorvidt og på hvilken måte pengepolitikken skal bidra til finansiell stabilitet og en robust økonomisk utvikling.
- Informasjon om hvorvidt banken vurderte en annen beslutning på et rentemøte, bør publiseres skriftlig og ikke bare oppgis muntlig på pressekonferansen.
- På møter hvor det ikke publiseres pengepolitiske rapport, bør Norges Bank være tydeligere på om ny informasjon siden forrige rapport trekker i retning av høyere eller lavere renter fremover.

NBW 2017 (Bruce og Sveen)

- Norges Bank bør ha finansiell stabilitet som et eget mål, og bør videreutvikle forståelse av forholdet mellom renten og sannsynligheten for finansielle ubalanser.
- Usikkerhet rundt virkningen av pengepolitikken når rentenivåene nærmer seg en nedre grense, bør tale for en kraftigere, og ikke mer forsiktig, respons fra sentralbanken.

NBW 2018 (Sveen og Strøm Fjære)

- Gruppen er positiv til innføringen av 8 rentemøter, men etterspør pressekonferanser på rentemøtene der det ikke samtidig publiseres en pengepolitisk rapport.
- Gruppen omtaler forslaget til ny sentralbanklov. Gruppen mener at det overordnede målet for pengepolitikken må være prisstabilitet, mens hensynet til finansiell stabilitet bør sidestiltes med hensynet til høy produksjon og sysselsetting. Videre argumenterer forfatterne for at Norges Bank skal kunne bruke andre, mer ukonvensjonelle, virkemidler i pengepolitikken. Særlig er det lagt vekt på muligheten for Norges Bank til å bruke valutakursen som virkemiddel i særskilte tilfeller. Forfatterne er for øvrig positive til forslaget om opprettelsen av en komite for finansiell stabilitet og pengepolitikk, men setter spørsmålsteget ved at interne i Norges Bank vil være i flertall. Norges Bank Watch uttrykker også skepsis til forslaget om at Norges Bank skal sette nivået på den motsykliske kapitalbufferen.

Bestilling av publikasjoner

Offentlige institusjoner:

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon

Internett: www.publikasjoner.dep.no

E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no

Telefon: 22 24 00 00

Privat sektor:

Internett: www.fagbokforlaget.no/offpub

E-post: offpub@fagbokforlaget.no

Telefon: 55 38 66 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på

www.regjeringen.no

Trykk: 07 Media AS – 03/2018

