

Fra: Torbjørn Eika <Torbjorn.Eika@ks.no>

Sendt: 04.11.2025 13:35:32

Til: Postmottak Finansdepartementet <post@fin.dep.no>

Emne: saksnummer 25/1782 Vurdering av erfaringen med mandatet for pengepolitikken, Fra Torbjørn Eika, sjeføkonom i KS

saksnummer 25/1782

Med vennlig hilsen

Torbjørn Eika

Sjeføkonom Chief Economist

Epost Email: tea@ks.no

Mobil Cellular: (+47) 906 95 408

<http://www.ks.no>



KOMMUNESEKTORENS INTERESSE- OG ARBEIDSGIVERORGANISASJON
The Norwegian Association of Local and Regional Authorities

Vurdering av erfaringen med mandatet for pengepolitikken fra Torbjørn Eika, sjeføkonom i KS

Et opplagt mål med økonomisk politikk er å bidra til at produksjon og sysselsetting blir høyest mulig over tid. Lav og stabil inflasjon har ikke mening som et grunnleggende mål i seg selv - kun som et hjelpemål. I dagens mandat for pengepolitikken har likevel målsettingen knyttet til inflasjon, hjelpemålet, en opphøyd plass. Mandatet gir ingen rettesnor i avveilingen mellom ønsket prisvekst og høy og stabil produksjon/sysselsetting. Norges Bank får dermed et stort ansvar i avveilingen, også fordi det ikke sies noe eksplisitt om tidshorisonten for når inflasjonen skal være på målet.

Stabil lav inflasjon som mål

Selv om inflasjon i seg selv ikke bør ha noen direkte effekter for folks nytte, har den åpenbart det indirekte. Det er mye som tyder på at en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting normalt vil være en forutsetning for å få økonomien på sitt langsiktige potensiale over tid. Det er også nokså klart at svært høy inflasjon eller deflasjon er svært ugunstig i så måte; det har realøkonomiske kostnader.

Så lenge lønninger, pensjoner og stønader ikke justeres kontinuerlig, vil uforutsette svingninger i inflasjonen kunne få betydelig følger for folks velferd når realinntektene endres fra det som var lagt til grunn ved beslutningstidspunktet. Det er grunn til å tro at det er lettere å få til en forutsigbarhet og stabilitet, dersom prisveksten gjennomgående er lav. Hjelpemålsettingen om en lav og stabil inflasjon kan dermed sies å bidra til stabilitet i realinntektsutviklingen som må betraktes som et grunnleggende mål. Stabilitet og forutsigbarhet i realinntektsutviklingen er også noe som vil bidra til en stabil utvikling i sysselsetting og produksjon.

Ved hvilke inflasjonsrater realøkonomiske kostnader materialiserer seg er uklart, og det vil uansett ikke være en generell lov. Det er trolig et ganske stort spenn både i nivået på inflasjonen, og endringer i den over tid, som ikke vil innebære særlige kostnader: Det er myriader av priser og prisene går ikke i takt, ikke minst som følge av markedsmessige og altså ønskede endringer i relative priser. Folk har ulike konsumkurver, bedrifter har ulike kurver av innsatsfaktorer og varer de selger. Og det er geografiske forskjeller i både vekst, stabilitet og nivå i inputpriser og prisene på sluttprodukter. Og det finnes en rekke konkurrerende prisindekser så hvorfor skulle den indeksen Norges Bank eller mandatet fokuserer på, være av avgjørende betydning? Alt dette peker i retning at det uansett ikke er noen grunn til millimeter-fokusering på et veldig presist prismål ut fra rene økonomibetraktninger.

Rommet for skjønn

Når sentralbanken er gitt ansvaret for å sette renta, riktignok i samsvar med et gitt mandat, har politikerne gitt fra seg makt og ansvar for en viktig styringsparameter. Bakgrunnen for at pengepolitikken er tatt ut av direkte demokratisk kontroll, er ganske åpenbar. Selv om det skulle være full enighet om målsettingene og optimal rente, vil det være politisk vanskelig å stramme til når det kreves. Men Norges Bank kan ha en avvikende preferansestruktur fra «folket» blant annet i vektlegging av ulike hensyn, tilpasning til usikkerhet og vurderingen av kostnader ved å bomme på målene.

I hvilken grad er det ønskelig at bankens skjønn og avveining skal avgjøre? En innsnevring av mandatet gir mindre rom for skjønn, men samtidig vil man få en mer «enøyd» rentestyring – hvor hensynet til en eller flere indikatorer – som nettopp indikerer, men ikke ER virkeligheten, får stor vekt. Det er nærliggende å tro at det isolert sett vil ha en kostnad for samfunnet. For å sette det på spissen er det et valg mellom et stramt opplegg som vil gi relativt dårlige resultater og et med stort rom for skjønn – som kan tenkes gi bedre resultater, men med mindre demokratisk kontroll og usikkerhet som følge av at mye avgjøres av få personers vurderinger.

Mandat versus praktisering

En utfordring i evalueringen av mandatet for pengepolitikken er å skille mellom mandatet og Norges Banks faktiske utøvelse av pengepolitikken. Mitt ønske om justering av mandatet er i stor grad basert på det jeg mener er et forbedringspotensiale for bankens praktisering. Rommet for skjønn i eksisterende mandat er stort nok til at banken i perioder kunne ført en litt mindre stram rentepolitikk. En kunne imidlertid gjort endringer i mandatet som hadde gitt banken en klarere retning i situasjoner som de vi har bak oss, som kunne endret rentesettingen i etter min mening gunstig retning uten å øke rommet for skjønn.

Frontfagsmodellen

Hvis vi tar utgangspunkt i frontfagsmodellens kjerne, skal lønnsveksten i Norge kun bestemmes av lønnsomheten i den delen av økonomien som konkurrerer med utlandet (k-sektor). Så lenge modellen virker i tråd med dette, vil pengepolitikken evne til å styre inflasjonen begrenses til å påvirke valutakursen og eventuelt marginene i s-sektor (i den grad de påvirkes av renta).

Men renta påvirker realøkonomien. Jo lavere renta er – jo høyere vil produksjon og sysselsetting normalt bli, i hvert fall på kort og mellomlang sikt. Selv om renta ikke skulle påvirke lønnsutviklingen eller marginene, vil inflasjonen kunne bli påvirket gjennom valutakursen. Selv en som er sterk i troen på frontfagsmodellen må regne med at utviklingen kommer signifikant bort fra hovedkursen (kjernen i frontfagsmodellen) hvis arbeidsledigheten blir veldig høy eller veldig lav. Da vil inflasjonen også påvirkes gjennom arbeidsmarkedet og lønnsveksten.

Så lenge lønnsveksten virker å være i tråd med frontfagsmodellens kjerne, bør hensynet til litt avvikende inflasjon fra målet telle lite i rentesettingen ettersom det da ikke er noen selvforsterkende mekanismer via arbeidsmarkedet i sving. Skulle frontfagsmodellen vise tendenser til å svikte vil det være grunn til å legge større vekt på inflasjonen, da mekanismene for å få inflasjonen ned uten å gå veien om en betydelig økning i arbeidsledigheten, kan være satt ut av spill.

Lønns-prisspiraler – eller ikke

Det er viktig å unngå lønns-prisspiraler, ettersom det kan lede til store realøkonomiske kostnader i seg selv og ytterligere kostnader forbundet med å bryte dem. Faresignalet vil være tegn på at frontfagsmodellen brytes. Det kan skje ved at lønningene i frontfaget ikke tilpasses lønnsomheten, slik at lønnskostnadsandelen raskt stiger over trenden, eller at lønnsveksten i resten av økonomien ikke følger frontfaget.

Endringer i lønns- og prisvekst som følge av prisimpulser fra utlandet, bør i utgangspunktet ikke møtes av pengepolitiske mottiltak så lenge de ikke følges av slike spiraler. At økte priser internasjonalt slår inn i norske priser gjennom økte priser på innsatsfaktorer og økt lønn som følge av bedret lønnsomhet i k-sektor, er ikke tegn på en slik lønns-prisvekst-spiral. Forhøyet lønnsvekst vil kunne lede til høyere inflasjon i en lengre periode, fordi det kan ta tid før bedret lønnsomhet slår fullt gjennom i lønningene. I fravær av nye inflasjonsimpulser fra utlandet og endringer i valutakursen, vil inflasjonen komme ned uten hjelp av renta så lenge frontfagsmodellen virker. Norges Bank bør kanskje likevel legge vekt på inflasjonen dersom verdensmarkedsprisene stiger mye over lenger tid. Økt rente vil da forhåpentligvis styrke krona og dermed svekke grunnlaget for høy norsk lønnsvekst i tillegg til å redusere inflasjonen direkte. Dermed vil inflasjonen raskere kunne stabiliseres, men det vil kunne ha en kostnad i form av lavere produksjon og sysselsetting. Vektleggingen av produksjonsbortfallet vil avhenge av om økonomien er i lav- eller høykonjunktur, altså under eller over sitt langsiktige potensiale. I sistnevnte tilfelle vil det måtte betraktes som en ønsket effekt, og det vil ikke være noen motsetning mellom målene.

Anbefalingene beskrevet ovenfor, er i stor grad i tråd med dagens mandat. Men Norges Bank virker i rentesettingen å være lite opptatt av hva som er utgangspunktet for den relativt høye lønnsveksten og inflasjonen. Norges Banks analyser som har vært grunnlaget for rentesettingen viser en realøkonomi i en, riktignok beskjeden, men likevel høykonjunktur (positivt produksjons-gap). Isolert sett skulle det, også etter min vurdering, trekke optimal rente opp. Mitt avvikende syn på optimal rente fra sentralbanken bygger blant annet på mistro til disse analyseresultatene som sier at økonomien nå i mer enn fire år har vært i høykonjunktur.

Valutakursen

Erfaringer viser at man ikke bør ha eksplisitte mål om valutakursen fordi sentralbanken fort kan bli utsatt for ulike typer spekulasjon som det er vanskelig å forsvare seg mot. Men kursendringer slår inn i økonomien både direkte gjennom prisene på importerte varer og tjenester og indirekte gjennom lønnsomheten i k-sektor og kan dermed generere langvarig høy eller lav/negativ inflasjon.

Valutasvekkelse kan imidlertid ha et opphav i svak realøkonomi og kan dermed være ønskelig i konjunkturstyringen. Den pengepolitiske responsen bør dermed ta hensyn til helhetsbildet av de økonomiske utfordringene, også når det gjelder impulser fra kronekursen.

Arbeidsmarkedet

Arbeidsmarkedet er komplekst. Det kan illustreres av den store forskjellen i nivå og endring i arbeidsledighetstallene fra NAV og AKU. Det er også fundamental forskjellig hvordan de to statistikkene avviker fra sine respektive gjennomsnitt i perioden mellom finanskrisen og pandemien (2010-19). NAV-ledigheten er klart lavere enn gjennomsnittet i denne perioden noe som kan tilsi at økonomien er i høykonjunktur, mens AKU-ledigheten viser det motsatte og indikerer lavkonjunktur. Men arbeidsmarkedet er mye mer sammensatt enn det de enkleste makrotallene kan fortelle blant annet i dimensjonene kompetanse, geografi og alder. Ubalansene kan være helt forskjellig i ulike delmarkeder. En viktig jobb i rentesettingen bør være å vurdere hvordan endret rente treffer de ulike markedene gitt disse forskjellene. Utenfra kan det virke som at Norges Bank legger for lite ressurser på slike avgjørende forhold.

En av de store utfordringene norsk økonomi står overfor i stadig større grad er mangel på arbeidskraft. Skal man ha mulighet på å få yrkesaktiviteten markert opp, må det være tilstrekkelig med jobber. AKU har også statistikk som viser at det utover en arbeidsledighet på 4,7 prosent av arbeidsstyrken også er en potensiell arbeidsstyrke av betydelig omfang. Den potensielle arbeidsstyrken (ikke i jobb, men ønsker det – uten å tilfredsstille kravet til å være arbeidsledig i AKU) samt de som har jobb, men som ønsker å jobbe mer, utgjorde i 2. kvartal 2025 5,5 prosent av befolkningen i arbeidsdyktig alder.

Stabilitet i rentesettingen

Økonomien blir stadig utsatt for sjokk av ulike slag og en aktiv politikk for å jevne ut svingningene i produksjon og sysselsetting, vil trolig øke verdiskapingen over tid. Det samme gjelder å motvirke veldig høy og veldig lav inflasjon. Renta er også en pris som ikke bør svinge så mye, noe man må ta hensyn til i rentesettingen. Moderate svingninger i inflasjonen og perioder med noe høyere eller lavere inflasjon enn målet fremstår uproblematisk – impulser som gir stor nedgang i kapasitetsutnyttelsen vil derimot alltid være utfordrende. Veldig høy kapasitetsutnyttelse er også uønsket –

fordi det ikke vil være opprettholdbart over tid og vil «av seg selv» (for eksempel gjennom investerings/kapitalbeholdningssyklus) kunne slå om til kraftig nedgang.

Utfordringer for et mandat

En stor utfordring for pengepolitikken er at rentebeslutninger har konsekvenser for både handlingsrommet i finanspolitikken og folks økonomi og dermed populariteten til sittende regjeringen og stortingsflertall. Jo mer skjønn som blir overlatt sentralbanken i rentesettingen – jo større innflytelse vil de ha på oppslutningen til styringspartiene – som ikke er gunstig i et demokrati-perspektiv. I en usikker verden vil det være et stort knippe av beslutninger med hensyn til rentenivå og tidsprofil som kan vurderes som gode. Selv om det ikke er noen rasjonelle økonomiske grunner til å fokusere på en enkelt prisindeks med «millimeterpresisjon» – kan det likevel være rasjonelt for å innskrenke graden av vurdering i rentesettingen.

For de mer grunnleggende forholdene, verdiskaping og sysselsetting, er utfordringene enda større enn for inflasjonsmåling, både å finne objektive målvariabler, men også å tallfeste hva som er bærekraftig over tid. Det siste er hverken et stabilt tall, eller upåvirket av økonomisk politikk. Usikkerhet både knyttet til styrke og tidsprofil i rentas påvirkning av ulike mål, innebærer at banken også må vurdere hvordan en skal tilpasse seg til denne type usikkerhet. Betydningen av disse utfordringene øker hvis det skal legges større vekt på sysselsetting og verdiskaping. Det er vanskelig å se hvordan man kan komme unna at sentralbanken får et betydelig ansvar for å analysere og vurdere økonomien og rammene for bærekraft i realøkonomien.

Ettersom Norges Bank har et mandat med målsettinger knyttet opp mot forhold i norsk økonomi, vil det være av stor betydning at de har adekvate analyseverktøy. Å ha tilgang til økonomiske makromodeller som empirisk er forankret i norsk økonomi, og med eksplisitt modellert lønnsdannelse i tråd med realitetene, er nødvendig. Det fremstår som litt merkelig at Norges Bank ikke har skaffet seg samme tilgang som Finansdepartementet til modellene de bruker som kan kaste lys over relevante problemstillinger.

Sentralbanken må kunne få en slags rettesnor ved å sette opp et uavhengig organ, av litt mer permanent karakter enn dagens Norges Bank Watch, som kan ettergå sentralbankens analyser og vurderinger spesielt med tanke på realøkonomiens bærekraft.

Konklusjon mandatet

Min vurdering er at noe lavere rente de siste par årene ville stimulert næringer med mye ledig kapasitet og dermed bidratt til en bedre tilpasset og høyere produksjon og sysselsetting. Norges Bank burde vektlagt lavere inflasjonen mindre og høyere produksjon og sysselsetting mer. Sesongjusterte tall viser av inflasjonen var kommet klart ned gjennom 2023 og «under kontroll» fra tidlig i 2024, men ikke minst at lønnsveksten var meget moderat gitt lønnsomheten i industrien. Klart fall i lønnskostnadsandelene viser at det ikke er noen grunn til å forklare en relativt høy lønnsvekst med press i arbeidsmarkedet eller at lønns-pris-spiraler var i gang.

Mitt forslag til justering av mandatet er blant annet et forsøk på å endre bankens atferd slik at den med et justert mandat i større grad ville ha fulgt en lavere rentebane gjennom 2024 og 2025. En kommer uansett ikke bort fra at bankens skjønn vil bli av avgjørende betydning, men endringer i mandatet kan gi klarere føringer av avveiningene.

Mandatet bør slå fast at overordnet mål med økonomisk politikk er et høyt nivå på produksjon og sysselsetting over tid. Norges Bank bør støtte opp om målsettingen gjennom å bidra til stabil utvikling i produksjon og sysselsetting, en stabil lav inflasjon og unngå ustabilitet i finansmarkedene. Hensynet til stabilitet i inflasjonen bør tillegges spesielt stor vekt dersom lønnsutviklingen ikke er konsistent med lønnsomheten i konkurranseutsatte virksomheter.

Usikkerhet knyttet til virkningene av pengepolitikken bør normalt lede til at endringene i renta gjøres gradvis.