

Arbeidsnotat nr. 36/11

Pengepolitikkenes evolusjon

av

Øystein Thøgersen

SNF prosjekt 1306

“Krise, omstilling og vekst”

KRISE, OMSTILLING OG VEKST

Dette arbeidsnotatet inngår i en serie publikasjoner fra programområdet Krise, omstilling og vekst ved Samfunns- og næringslivsforskning AS. Hovedmålsettingen med programmet er å kartlegge årsaker til den internasjonale økonomiske krisen, konsekvenser på kort og lang sikt, og betydningen av krisen for omstillingsbehov og vekstmuligheter i næringslivet. Programmet er del av en større satsing i NHH-miljøet, og er utført i samarbeid med Nærings- og handelsdepartementet, Norges forskningsråd, NHO/ABELIA og Sparebanken Vest/Bergen Næringsråd/Næringsforeningen i Stavanger-regionen.

SAMFUNNS- OG NÆRINGSLIVSFORSKNING AS

BERGEN, DESEMBER 2011

ISSN 1503-2140

© Dette eksemplar er fremstilt etter avtale med KOPINOR, Stenergate 1, 0050 Oslo. Ytterligere eksemplarfremstilling uten avtale og i strid med åndsverkloven er straffbart og kan medføre erstatningsansvar.

Pengepolitikkenes evolusjon¹

av

Øystein Thøgersen,

*Institutt for Samfunnsøkonomi
Norges Handelshøyskole*

Sammendrag

Denne artikkelen vil diskutere aspekter ved norsk pengepolitikks omfattende utvikling i de senere ti-år. Et hovedpoeng er at denne har et evolusjonært preg. Endringer i økonomiens virkemåte og opplevde nye utfordringer så vel som innovasjoner i akademisk forskning, har på pragmatisk vis blitt reflektert i både pengepolitikkenes utførelse og det overordnede rammeverket. Over de siste ti-årene har serien av tilpasninger og endringer akkumulert seg til en formidabel forskjell.

Vi har nå et godt forankret fleksibelt inflasjonsmål-regime i Norge. Likevel er det ingen mangel på utfordringer. Perioden frem til 2008 med mange positive sjokk på tilbudssiden i økonomien, ga oss ikke bare den lykkelige kombinasjonen av lav inflasjon og solid vekst, men også høye boligpriser, gjeldsbelastede hushold – og, som en konsekvens av den globale finanskrisen, ny kunnskap om sårbarheten i det finansielle systemet. I respons til dette kan vi regne med nye justeringer i pengepolitikken og dens interaksjon med andre deler av den økonomiske politikken. Evolusjonen er neppe ved veis ende.

¹ Denne artikkelen vil trykkes i ”Finansråd i utfordrende tider – Om forvaltning og økonomisk politikk”, festskrift til Tore Eriksen, red.: Nina Bjerkedal m.fl., Finansdepartementet, 2011. Egil Matsen, Arent Skjæveland, Siri Pettersen Strandenes og Birger Vikøren takkes for diskusjon og merknader til denne artikkelen.

Fra overraskelser til påregnelighet

Synet på hva som er god latin i innretningen av pengepolitikken har vært under stadig endring i Norge som i de fleste andre land. Hvis en går tilbake til fastkursregimene på 1970- tallet og frem til 1986, var det et suksesskriterium at datidens devalueringer burde komme fullstendig overraskende på aktørene. Overraskelsesmomentet var ansett å være en nødvendig betingelse for å oppnå ønskede effekter på konkurransevne og andre variabler. I dag er situasjonen den motsatte. Norges Banks ønsker at dens reaksjonsfunksjon er godt internalisert av alle relevante aktører slik at overraskelser i rentesettingen unngås. Det er nå et suksesskriterium, som flere ganger har vært gjenstand for eksplisitt testing i evalueringer av norsk pengepolitikk, at rentebeslutningene normalt er forutsigbare og *ikke* fører til signifikante bevegelser i markedrenter eller kronekurs.

Denne artikkelen vil diskutere aspekter ved norsk pengepolitikks omfattende utvikling i de senere ti-år. Et hovedpoeng er at denne har et evolusjonært preg. Endringer i økonomiens virkemåte og opplevde nye utfordringer så vel som innovasjoner i akademisk forskning, har på pragmatisk vis blitt reflektert i både pengepolitikken utførelse og det overordnede rammeverket. Over de siste ti-årene har serien av tilpasninger og endringer akkumulert seg til en formidabel forskjell.

Vi har nå et godt forankret fleksibelt inflasjonsmål-regime i Norge. Likevel er det ingen mangel på utfordringer. Perioden frem til 2008 med mange positive sjokk på tilbudssiden i økonomien, ga oss ikke bare den lykkelige kombinasjonen av lav inflasjon og solid vekst, men også høye boligpriser, gjeldsbelastede hushold – og, som en konsekvens av den globale finanskrisen, ny kunnskap om sårbarheten i det finansielle systemet. I respons til dette kan vi regne med nye justeringer i pengepolitikken og dens interaksjon med andre deler av den økonomiske politikken. Evolusjonen er neppe ved veis ende.

Debatten om pengepolitikken har i mange år vært omfattende både med hensyn til bredden i problemstillingene som reises og den jevnt store mediedekningen. Dette er ikke overraskende i lys av at renten og valutakursen uten tvil er de enkeltprisene som har størst betydning for både hushold og bedrifter. Kanskje må det også tilføyes at rentebeslutningenes kvantitative og ”spisse” natur synes å ha mediemessig appell. Debatten føres i alt fra tabloidaviser til vitenskapelige artikler, og den involverer og engasjerer politikere og byråkrater, fagøkonomer på universiteter og høyskoler, finansmarkedsaktører, partene i arbeidslivet og næringslivet generelt. En kan skille mellom tre nivåer: i) Den overordnede regimedebatten som gjerne blusser opp når økonomien er i ulage, ii) debatten om retningslinjene inn under det valgte regimet (slik som horisont for å nå inflasjonsmålet) og iii) vurderinger av den løpende skjønnsutøvelsen som pågår kontinuerlig.

Regimedebatten

Som de fleste små, åpne økonomier hadde Norge, inntil en ble tvunget til å la kronekursen flyte i desember 1992, en lang tradisjon med pengepolitiske regimer basert på ulike former for fast valutakurs. Prinsipielt sett var fast valutakurs et mellom-mål for å nå det endelige målet om prisstabilitet. Når en ser tilbake i historien, er det rimelig å si at dette var et naturlig valg som lenge bidro til stabilitet både med hensyn til det nominelle forløpet og i realøkonomien. En gradvis utvikling med liberalisering av kredittmarkedene, frie kapitalbevegelser mellom Norge og omverden og fremveksten av et stort globalisert kapitalmarked, ga nye

rammebetingelser. Konsekvensen var at fastkursregimene etter hvert ble satt under stort press. I tillegg kom endringer i styrkeforholdet mellom ulike makroøkonomiske ”skolereetninger” til å få stor effekt.

På veien mot den formelle adopsjonen av direkte inflasjonsstyring i 2001, er det nærliggende å fremheve den store endringen i pengepolitikken som skjedde i 1986. Overgangen fra fastkurs med hyppige devalueringer til forpliktende fastkurs fremstår i ettertid som et betydelig steg i den pengepolitiske utviklingen.

Devalueringstiåret fra 1976 og frem til 1986 kan betraktes som en form for keynesiansk politikk som i ettertid fremstår som ganske naiv. Politikken i Norge, som i mange andre land på denne tiden, var preget av store styringsambisjoner og en tilsynelatende tro på at en systematisk kunne oppnå høyere vekst og lavere ledighet ved å tillate høy inflasjon. Effekter basert på at aktørenes forventninger påvirkes av politikkutøvelsen, ble i det store og det hele neglisjert. For Norges del ga dette seg utslag i svært diskresjonær politikk hvor en hele 10 ganger forsøkte å overraske aktørene i økonomien med devalueringer. I kombinasjon med en politisk bestemt lav nominell rente ga dette en utvikling med lønns-pris spiraler, høy og volatil inflasjon samt realøkonomisk ustabilitet.

På den akademiske siden svingte i den samme perioden pendelen kraftig i retning av generelt lavere styringsoptimisme og spesielt økt vektlegging av aktørenes forventningsdannelse. Det impliserte at troverdighet om mål og handlingsmønster ble et premiss for vellykket politikk, jfr. den grunnleggende analysen i Kydland og Prescott (1977). Disse innsiktene ble reflektert i det ”nye” fastkursregimet – og vi finner de enda sterkere igjen i dagens inflasjonsstyringsmodell.

Omleggingen i 1986 fulgte etter en turbulent vår med et uvanlig kaotisk lønnsoppgjør, regjeringsskifte og en 12% devaluering. Det nye fastkursregimet innebar en forpliktende fastkurs som etter hvert fikk troverdighet. Samtidig ble systemet med politisk bestemt lavrente fra og med høsten 1986 avløst av at Norges Bank fikk ansvaret for rentesettingen. Politiske myndigheter besørget dermed troverdighet om fastkurspolitikken gjennom å gi fra seg handlefrihet til Norges Bank. Dette var i tråd med anbefalingene fra den økonomiske teorien som nå hadde vokst frem. Riktignok var delegeringen av rentesettingen til Norges Bank i juridisk forstand svakere enn det som fulgte av teoriens idé om en uavhengig sentralbank, men de-facto oppnådde man det samme, jfr. Gjedrem (2010).

Begivenhetene i 1986 markerte overgangen til langt lavere og mer stabil inflasjon. Inflasjonen falt gradvis fra et gjennomsnittsnivå oppunder 10% i perioden 1970-1986 til et nivå rundt 2 – 2.5% siden første del av 1990-tallet. Pengepolitikken støttet opp under en konkurranseevneforbedring på 1990-tallet som var en nødvendig konsekvens av 1980-tallets dramatiske svingninger i nasjonalinntekt og konjunkturer, se Steigum (2004).

De pengepolitiske utfordringene sto likevel i kø gjennom 1990-tallet. Norge var blitt en integrert del av et stadig voksende globalt finansmarked, og det medførte faser med spekulasjonsangrep på den norske kronen. Blant årsakene til angrepene var at rentesettingen fremsto som predikerbar (en for sterk kronekurs utløste rentekutt og omvendt) samtidig som store finansmarkedsaktører i perioder kunne påvirke kronekursen som følge av tynne markeder. Ved bruk av FRA kontrakter og andre instrumenter lå det således godt til rette for finansmarkedsaktører til å ta spekulative posisjoner opp mot kronekursen. Slike spekulasjonsangrep falt gjerne sammen med perioder med annen økonomisk uro, og resultatet

ble ved flere anledninger at Norges Bank ble eksponert for spill-situasjoner med markedet. Rentesettingen kunne da gi paradoksale effekter, for eksempel ved at en renteøkning ment for å styrke kronen mot ankervalutaen i stedet ga en svakere krone.

Selv i perioder uten spekulasjonsangrep, medførte fastkursregimet betydelige utfordringer på 1990-tallet. Impulsene fra oljesektoren, både relatert til investeringene og inntektsbruken, ga i mange år en særnorsk konjunktursykel som var ute av fase med resten av Europa. Når Norge samtidig ønsket fast kurs mot Europa, og dermed måtte adoptere et europeisk rentenivå, medførte det at pengepolitikken forsterket konjunktursyklene. Finanspolitikken, som fortsatt var det stabiliseringspolitiske hovedinstrumentet, ble stadig tyngre belastet som følge av dette i kombinasjon med voksende oljerikdom.

De nevnte utfordringene ga en gradvis uthuling av fastkursregimet. I årene etter 1992 måtte en som nevnt la norske kroner flyte som følge av stor uro i det europeiske valutasamarbeidet (EMS) og omfattende spekulative kapitalbevegelser. Dette ledet i 1994 til en forskrift som anga at siktemålet for pengepolitikken skulle være stabil kronekurs, men uten spesifiserte svingningsmarginer. Det ble likevel henvist til et "leie" for kronekursen som ble allment oppfattet til å ligge i intervallet mellom ca. 8.2 og 8.4 målt mot euro. Forskriften av 1994 ledet an til en utvikling med et gradvis mer fleksibelt valutakursregime. Økt oppmerksomhet ble rettet mot de grunnleggende forutsetningene for stabilitet i kronekursen over tid, jfr. eksempelvis presiseringen av at "moderat pris- og kostnadsvekst vil samtidig være en forutsetning for en stabil valutakursutvikling over tid" i Revidert Nasjonalbudsjett for 1994.

Samtidig med at valutakursstyring ble vanskeliggjort som følge av utviklingstrekk som fremstod som permanente, vokste det frem en faglig diskusjon om inflasjonsstyring. Diskusjonen hadde sitt utspring i akademisk forskning, men ble raskt et tema blant finansmarkedsaktører, i det politiske liv og også i Norges Bank, jfr. Skjæveland og Vikøren (1994). Symptomatisk for den gryende nyorienteringen i synet på valg av pengepolitisk regime, avholdt Norges Bank våren 1997 en konferanse hvor sentrale norske og internasjonale forskere drøftet fordeler og ulemper ved inflasjonsstyring opp mot valutakursstyring, jfr. Christiansen og Qvigstad (1997).

Gjennom 1998 ble norsk stabiliseringspolitikk satt under sterkt press som følge av høy lønnsvekst og uro i valutamarkedet med spekulasjonsangrep. En brå økning i styringsrenten fra 3.5% til 8% var ikke tilstrekkelig til å motvirke en markert svekkelse av kronekursen. Episoden illustrerte at regimet basert på valutakursstyring slik det ble praktisert, var modent for reform. Utover høsten 1998 ble det tydelig at renten på 8% var høyere enn det norsk økonomi kunne leve med, og Norges Bank skiftet sitt operasjonelle fokus fra valutakurs til inflasjon i januar 1999. Renten ble da satt kraftig ned. "I praksis styrte vi da fra 1999 mot en prissigging på 2%" presiserer Gjedrem (2010).

Endringen i januar 1999 skapte betydelig debatt, jfr. Hamilton et al. (2000). Mange markedsaktører la raskt til grunn at pengepolitisk praksis nå var blitt ekvivalent med fleksibel inflasjonsstyring mot et inflasjonsmål på rundt 2%. Overgangen ble opplevd som ganske brå, og en etterlyste derfor at dette ble formalisert. Gjennom 1999 ble uansett forskriften fra 1992, som viste til stabilisering av valutakursen, opprettholdt. Selv om reaksjonsmønsteret nå var endret, kunne det med rimelighet hevdes at pengepolitikken fortsatt var i overensstemmelse med forskriften. Argumentet var at siktemålet om stabil inflasjon i sin tur ville bidra til stabil valutakurs, i tråd med eksempelvis over nevnte argumentasjon i Revidert Nasjonalbudsjett for 1994.

I mars 2001 ble inflasjonsstyringen formalisert med et eksplisitt inflasjonsmål på 2.5%. Kunngjøringen kom samtidig med introduksjon av handlingsregelen for bruk av petroleumsinntekter. Omleggingen innebar samtidig at pengepolitikken ble førstelinjeforsvaret i konjunkturstabiliseringen. For utførelsen av pengepolitikken var det eksplisitte inflasjonsmålet hensiktsmessig i lys av den fortsatt pågående debatten om det norske pengepolitiske regimet. Dessuten fremsto det som et nødvendig grep for å sikre et nominelt anker under en realappresiering som var forventet å følge av økt bruk av petroleumsinntekter. I praksis ble innføringen av det formelle inflasjonsmålet nærmest friksjonsfri. Det må tilskrives at aktørene i økonomien hadde hatt god tid til å høste erfaring med Norges Banks handlingsmønster i et slikt regime.

Mot beste internasjonale praksis

Inflasjonsstyringsregimet ble bygget på utprøvde retningslinjer og erfaringer fra andre lands sentralbanker, herunder spesielt Bank of England og Sveriges Riksbank, som Norges Bank var godt kjent med. Inflasjonsstyringen skulle være fleksibel i den forstand at rentesettingen skulle reflektere en avveining mellom avvik fra inflasjonsmålet og avvik fra full kapasitetsutnyttelse i realøkonomien (målt ved det beregnede produksjonsgapet). Det ble i 2001 eksplisitt angitt en to-års horisont for å nå inflasjonsmålet.

Velfungerende fleksibel inflasjonsstyring betinger at inflasjonsmålet oppfattes som troverdig og at sentralbankens handlingsmønster er forstått og internalisert av relevante aktører. Det vil bidra til at bedriftenes prissetting, myndighetenes budsjettpolitikk og lønnsavtalene mellom arbeidslivets parter settes konsistent med inflasjonsmålet. Dermed reduseres volatiliteten i rentesettingen, og inflasjonsmålet kan oppnås samtidig med større grad av stabilitet i realøkonomien.

For å oppnå den ønskede troverdigheten og internaliseringen av bankens handlingsmønster, settes det store krav til kommunikasjon og konsistens i den løpende politikuttøvelsen. Med hensyn til kommunikasjon, hadde Norges Bank et svært godt utgangspunkt i og med at en hadde publisert inflasjonsrapporter helt siden 1995. Når en fra 1999 etablerte en praksis med å presentere relativt omfattende pressemeldinger i forbindelse med de annonserte rentemøtene og fra 2004 la inn fremadskuende strategirapporter i inflasjonsrapportene (som senere, i 2007, ble omdøpt til pengepolitisk rapport), kan en konkludere med at Norges Bank raskt var på høyde med andre sentralbanker på kommunikasjonsområdet.

Inflasjonsstyringen med sitt fokus på troverdighet og predikerbarhet fikk naturlig nok konsekvenser for analyse- og modellarbeidet i Norges Bank. Spesielt kom dette til uttrykk gjennom behovet for å bygge opp en kjernemodell for rentefastsettelse som på eksplisitt vis fanget opp teori-konsistente, klart artikulerte vurderinger av transmisjonsmekanismen – og som særlig vektla aktørenes forventninger. Dette medførte at Norges Bank over noe tid bygget opp en moderne, ny-keynesiansk såkalt DSGE modell (Dynamic, Stochastic, General Equilibrium) med tilnavn NEMO (Norwegian Economy Model). I tråd med grunntanken bak fleksibel inflasjonsstyring, postuleres det i NEMO at det på lang sikt kun er realøkonomiske faktorer på tilbudssiden i økonomien som bestemmer verdiskapningen, mens pengepolitikken bestemmer inflasjonsnivået. På kortere sikt derimot, får rentefastsettelsen betydning for etterspørsel og kapasitetsutnyttelse (produksjonsgap).

I praktisk bruk må erfaringene med NEMO-modellen sies å være gode sett fra et rentebeslutnings-ståsted. Av særlig verdi er muligheten modellen gir til å forstå alternative mekanismer og til å dekomponere endringer i utledet optimal rente som følge av ulike årsaksforhold som postuleres. Dog, som for enhver økonomisk modell, må også bruken av NEMO kombineres med både skjønn og andre (spesial-)modeller.

Rentebanen

Fra høsten 2005 startet Norges Bank med å publisere sin egen renteprognose tre år inn i fremtiden. Dette skapte betydelig internasjonal oppmerksomhet ettersom ingen andre sentralbanker med unntagelse av Reserve Bank of New Zealand hadde gjort noe lignende. 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 publikum sine renteforventninger enn subjektivt tolkbare verbale formuleringer.

Publiseringen av rentebaner er konsistent med den stadig oppjusterte rollen forventningsdannelsen er blitt tillagt i pengepolitisk analyse. Ut i fra at de fleste aktører har en renteeksponering som avhenger av renteutviklingen over en 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 "overraskelses-orienterte" devalueringsregimet frem til midten av 1980-tallet, må dagens opplegg bygd på rentebaner og forventningsstyring à la Woodford, betraktes som den ultimate motsetning!

Relatert til rentebanen, begynte Norges Bank fra 2007 å publisere det såkalte "renteregnskapet" som ga en presis kvantitativ dekomponering av de ulike årsakene til revideringer av rentebanen. Renteregnskapet bidrar dermed til forståelsen av rentebanenes karakter av å være betingede prognoser – som pr. definisjon vil være gjenstand for revisjoner. Når noen sentralbanker, som ECB og Bank of England, har uttrykt skepsis til ideen om å publisere rentebaner, har det i stor grad vært relatert til nettopp en uro om hvorvidt relevante aktører i tilstrekkelig grad forstår konseptet med betingede prognoser, jfr. Spence (2010).

I hver ny publisering av Norges Banks pengepolitiske rapport blir den nye rentebanen systematisk ledsaget av en omtale av de såkalte "kriterier for en god rentebane" samt en omfattende grafisk og verbal analyse av hvordan de søkes tilfredsstilt. Til sammen gir dette en utfyllende forståelse av vurderingene som styrer rentebeslutningene. De første kriteriene viser til at en skal nå inflasjonsmålet over en horisont som må avpasses forstyrrelsene økonomien er blitt utsatt for, samt at inflasjonsutviklingen skal avveies opp mot kapasitetsutnyttelsen i realøkonomien. Dette illustreres grafisk på en måte som ifølge Woodford (2007) får frem den kortsiktige avveiningen mellom inflasjon og realøkonomiske forhold klarere enn andre sentralbanker. Kriteriene peker videre på at en søker å ivareta effekten av endringer i formuespriser og valutakurs på inflasjon og kapasitetsutnyttelse. Endelig gir kriteriene uttrykk for at en normalt har preferanse for gradvise renteendringer, konsistent med det etablerte reaksjonsmønsteret (slik det kommer til uttrykk gjennom en estimert reaksjonsfunksjon), samt at det skal gjennomføres en kryssjekk mot enkle regler (som Taylor regelen).

Et interessant aspekt er hvordan Norges Bank gradvis har endret sin beskrivelse av horisonten for å nå inflasjonsmålet. Horisonten ble først satt til 2 år, men ble endret til ”normalt 1-3 år” i 2004. I 2007 startet en så med å referere til ”mellomlang sikt” sammen med over nevnte presisering av at den konkrete horisonten avhang av de aktuelle forstyrrelsene i økonomien. Endringene i horisontformuleringen kan forklares med nye erfaringer om økonomiens virkemåte. Når norsk økonomi i årene etter 2001 opplevde en serie persistente, positive tilbudssidesjokk i form av økt import fra lavkostland (”Kina-effekten”), høy arbeidsinnvandring og for en tid økt konkurranse i deler av næringslivet, fremstod det som både fornuftig og legitimt å forlenge horisonten slik at en unngikk ytterligere pengepolitisk ekspansivitet i denne perioden med allerede sterk økonomisk vekst.

Utfordringene

Det er nå 10 år siden Norge innførte et formelt inflasjonsmål. I denne perioden har utviklingen i norsk økonomi vært solid. I stor grad må det tilskrives de nevnte positive tilbudssidesjokkene i kombinasjon med at vår petroleums- og råvareintensive næringsstruktur har medført store bytteforholdsgevinster overfor utlandet. Evalueringer av norsk pengepolitikk i perioden gir likevel inntrykk av at pengepolitikken har gitt signifikante positive bidrag til utviklingen. Det kan eksempelvis vises til de årlige evalueringene i regi av ”Norges Bank Watch” hvor blant annet 2011-rapporten gir en positiv vurdering av pengepolitikken i inflasjonsstyringsperioden sett under ett, jfr. Bjørnland og Wilhelmsen (2011).

Evalueringene finner at skjønnsutøvelsen i rentefastsettelsen samlet sett har vært god og bidratt til en inflasjonsutvikling nær målet samt realøkonomisk stabilitet. Videre fremkommer gjennomgående meget positive vurderinger av arbeidet med ulike innovasjoner i pengepolitikken overordnede rammeverk. Kanskje kan en gå så langt som å argumentere for at utviklingen av rentebanen og renteregnskapet har ført Norges Bank inn i gruppen av de ledende sentralbanker når det gjelder modellbruk og kommunikasjon, jfr. uttalelser fra daværende Princeton-professor Lars E.O. Svensson til Financial Times 28. mars og 26. mai 2006. Som et resultat er status nå at inflasjonsmålet er godt forankret og Norges Banks reaksjonsfunksjon vel indiskontert av relevante aktører. En interessant observasjon er at noen av de mest omdiskuterte rentebeslutningene de siste ti år, slik som renteøkningen etter lønnsoppgjøret i 2002, kan ha vært viktige for å oppnå dette.

Fortsatt vellykket pengepolitikk vil avhenge av fortsatt evolusjon i den forstand at skjønnsutøvelse og modellrammeverk utvikles i respons til nye utfordringer. Avslutningsvis er det verd å nevne noen utfordringer som presser seg på:

- Den globale finanskrisen, som Norge ble mindre berørt av enn de fleste andre land, har igjen vist at utviklingen i aktivapriser og kreditt kan ha dramatiske effekter på finansiell stabilitet og makroøkonomiske utvikling. Dagens situasjon i Norge hvor boligprisene er høye og husholdenes brutto gjeldsnivå høyt, gjør dette til et kritisk tema. For det første reiser det spørsmål om hvorvidt de komplekse og ganske langsiktige sammenhengene mellom i) rentenivå, ii) kredittvolum og bolig- og eiendomspriser og iii) målvariablene inflasjon og kapasitetsutnyttelse, er hensiktsmessig ivaretatt i arbeidet med rentesettingen. For det andre reiser det spørsmål om utforming og ambisjoner for allerede initiert arbeid knyttet til overlapp mellom pengepolitikk og arbeid med finansiell stabilitet, samt rolledelingen vs. andre

områder av den økonomiske politikken (jfr. utviklingen av såkalt makroøkonomisk tilsyn).

- Utviklingen som er beskrevet i denne artikkelen, illustrerer at den pengepolitiske analysen har utviklet seg fra å neglisjere aktørenes forventninger til i stor grad å postulere fremadskuende forventninger. Kan det være at pendelen er i ferd med å svinge for langt? Virkningene av rentepolitikken vil kritisk avhenge av andelen husholdninger som kan beskrives som fremadskuende i sin forventningsdannelse vs. andelen som av ulike årsaker er ”nærsynte”. Kan det være at Woodford (2005) rett og slett tar litt for hardt i med formuleringen ”For not only do expectation matter, but (...) very little else matters”? Det krevende arbeidet med å fange opp og forstå forventningsdannelsen på en best mulig måte, synes å ha et stort videre potensiale.
- Bruk av detaljerte modeller må alltid suppleres med skjønn. Den globale finanskrisen illustrerer hvordan mekanismer som *ikke* er fanget opp i de fleste moderne modeller av DSGE typen (slik som NEMO modellen i Norges Bank), i perioder kan få dominerende betydning, jfr. Caballero (2010). Det tilsier at den vanlige, formaliserte modellbruken må suppleres med ”risk management” betraktninger hvor fokus rettes mot å unngå de mest uheldige utfall. Har den samlede pengepolitiske analysen tilstrekkelig rom for slike betraktninger? – Og, mer ambisiøst, kan det tenkes at en søker å utarbeide eksplisitte kriterier for dette?

Referanser

Bjørnland, H.C. og B.R. Wilhelmsen (2011): *Norges Bank Watch 2011*, Handelshøyskolen BI.

Caballero, R.J. (2010): "Macroeconomics after the crises: Time to deal with the pretense-of-knowledge syndrome", *Journal of Economic Perspectives*, 24, 85-102.

Christiansen, A.B. og J.F. Qvigstad (1997): *Choosing a monetary policy target*, Universitetsforlaget, Oslo.

Gjedrem, S. (2010): "En nyttig sentralbank", foredrag i Norges Bank, 17. november 2010.

Hamilton, C., Ø. Thøgersen, H.M. Andreassen og M. Andreassen (2000): "Norsk pengepolitikk, Norges Banks rolle og bankens gjennomføring av pengepolitikken i 1999 og første del av 2000", *Norges Bank Watch 2000*, Handelshøyskolen BI.

Kydland, F.E. og E.C. Prescott (1977): "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans," *Journal of Political Economy*, 85, 473-492.

Skjæveland, A. og B. Vikøren (1994): "Innretning av penge- og valutakurspolitikken – tidligere studier og nyere problemstillinger", *Norges Bank Arbeidsnotat nr. 1994/07*.

Spence, A. (2010): "Taking the path most travelled: Why the Bank of Canada should not release its interest rate projections", *Howe Institute Backgrounder no. 134*, Ontario.

Steigum, E. (2004): "Financial deregulation with a fixed exchange rate: Lessons from Norway's boom-bust cycle and banking crisis", i T.G. Moe, J.A. Solheim og B. Vale (red.), *The Norwegian Banking Crisis*, Norges Banks Skriftserie nr. 33, 23-75.

Woodford, M. (2005): "Central bank communication and policy effectiveness", i *The Greenspan era: Lessons for the future*, Federal Reserve Bank of Kansas.

Woodford, M. (2007): "The case for forecast targeting as a monetary policy strategy", *Journal of Economic Perspectives*, 21, 3-24.

**PUBLICATIONS WITHIN SNF'S RESEARCH PROGRAMME "CRISIS,
RESTRUCTURING AND GROWTH"**

2010-

- | | |
|---|--|
| Ø. Thøgersen | <i>Pengepolitikens evolusjon</i>
SNF Working Paper No 36/11 |
| Guttorm Schjelderup | <i>Sekretessejurisdiksjoner, korrupsjon og økonomisk kriminalitet</i>
SNF Working Paper No 33/11 |
| Lasse B. Lien
Tore Hillestad | <i>Recession, HR and change</i>
SNF Working Paper No 20/11 |
| Bård Støve
Dag Tjøstheim
Karl Ove Hufthammer | <i>Using local Gaussian correlation in a nonlinear
re-examination of financial contagion</i>
SNF Working Paper No 14/11 |
| A.G. Garcia Pires
Tom Stephan Jensen | <i>Effects of flat tax reforms on economic growth
in the OECD countries</i>
SNF Working Paper No 12/11 |
| K. G. Nyborg
P. Östberg | <i>Liquidity, ideas and the financial crisis</i>
SNF Working Paper No 17/10 |
| L. B. Lien | <i>Recessions across industries: a survey</i>
SNF Working Paper No 16/10 |
| I. Almås
G. Doppelhofer
J. C. Haatvedt
J. T. Klovland
K. Molnar
Ø. Thøgersen | <i>Crisis, restructuring and growth: A macroeconomic perspective</i>
SNF Report No 05/10 |