

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, våren 2009
FORFATTER: MARTIN SØBSTAD AMUNDSEN
Veileder: Professor Ola H. Grytten
Masterutredning i Økonomisk Analyse,
Master i økonomi og administrasjon (Siviløkonomstudiet)



NORGES BANKS PENGEPOLITIKK OG FINANSKRISEN

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Tema for denne utredningen er *i hvilken grad pengepolitikken har bidratt til dagens økonomiske krise*. Vurderingen baserer seg på Norges Banks pengepolitikk i perioden fra innføringen av inflasjonsmålet og frem til finanskrisen.

Etter en kort innledning oppsummerer jeg Norges pengepolitiske historie i kapittel 2. Historien danner bakgrunn for dagens pengepolitiske regime – beskrevet i det påfølgende kapittel.

Videre har jeg i kapittel 4 til kapittel 7 drøftet og analysert Norges Banks pengepolitiske beslutninger. Først ut i fra deres hovedmål – lav, stabil inflasjon og stabile konjunkturer – dernest på bakgrunn av økonomiske nøkkelstørrelser, i form av pengemengdevekst, kredittvekst og boligpriser.

Jeg har kommet frem til at Norges Banks pengepolitikk delvis har vært for ekspansiv, og slik bidratt til å svekke finansiell stabilitet. En betydelig del av årsaken til den ekspansive pengepolitikken ligger imidlertid utenfor Norges Banks selvstendige myndighetsområde.

Forord

Utredningen er siste del av siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole, med spesialisering i Økonomisk analyse. Underveis i Masterdelen av studiet fattet jeg interesse for pengepolitikken, og jeg begynte derfor relativt tidlig å se meg om etter en problemstilling til det selvstendige arbeidet. I utgangspunktet ønsket jeg å skrive om pengepolitikk i en økonomi med stagflatoriske trekk, men den økonomiske krisen som rammet norsk og global økonomi gjorde temaet mindre aktuelt. Finanskrisen åpnet imidlertid for en rekke andre muligheter.

Arbeidet med oppgaven har vært lærerikt og spennende, og jeg har trivdes godt med den selvstendige arbeidsformen. I tillegg har det gitt oppgaven en ekstra dimensjon at vi står midt oppi den økonomiske krisen som jeg drøfter foranledningen til.

Jeg vil takke professor Ola Honningdal Grytten for svært god veiledning og nyttige innspill i oppgavens ulike faser. I tillegg vil jeg takke Linn Marstrander for inspirasjon og støtte gjennom hele studietiden.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag.....	1
Forord.....	2
Innholdsfortegnelse.....	3
Figurliste.....	5
1 Innledning.....	6
1.1 Problemstilling og motivasjon.....	6
1.2 Strukturelle avveininger og begrepsavklaring.....	7
1.2.1 Oppgavens struktur.....	7
1.2.2 Begrepsavklaring.....	8
2 Pengepolitikk i et historisk perspektiv.....	9
2.1 Norges Banks første hundre år – fra 1816 til første verdenskrig.....	9
2.2 Mellomkrigstiden.....	10
2.3 Etterkrigstiden.....	12
3 Dagens pengepolitiske regime.....	14
3.1 Målet for pengepolitikken.....	14
3.2 Bakgrunnen for valget av inflasjonsmålsregime.....	15
3.3 Gjennomføringen av pengepolitikken.....	19
4 Pengepolitikken i lys av inflasjon og produksjon.....	21
4.1 Pengepolitisk tapsfunksjon i et fleksibelt inflasjonsmålsregime.....	21
4.2 Pengepolitiske beslutninger mars 2001-2008.....	22
4.2.1 Rentenedsettelsen mars 2001-2004.....	22
4.2.2 Utvidelse av horisonten for måloppnåelse.....	24
4.2.3 Renteøkningen 2005-2008.....	25
4.2.4 Pengepolitikk under finanskrisen.....	26
4.2.5 Internasjonale renter.....	27
4.3 Inflasjon.....	28
4.3.1 Ulike mål på underliggende inflasjon.....	28
4.3.2 Observert inflasjon.....	29
4.4 Tilbudssjokkene i norsk økonomi.....	30
4.4.1 Kina-effekten.....	30
4.4.2 Økt tilbud av arbeidskraft fra Øst-Europa.....	32
4.5 Produksjonsgapet.....	33
4.5.1 Hodrick-Prescott-filter.....	34

4.5.2	Beregning av produksjonsgapet	35
4.5.3	Arbeidsmarkedet	37
4.6	Oppsummering	39
5	Pengemengden	40
5.1	Pengemengdevekst	40
5.2	Pengemengde og inflasjon.....	43
5.2.1	Kvantitetsteori	43
5.2.2	Observert korrelasjon mellom pengemengde og inflasjon.....	46
5.3	Redusert etterspørsel etter penger.....	47
5.3.1	Lav inflasjon.....	47
5.3.2	Økt kjøpekraft	47
5.3.3	Lave renter.....	48
6	Kredittvekst	50
6.1	Tilbudssideforhold i kredittsektoren.....	50
6.1.1	Verdipapirisering av subprimelån	50
6.1.2	Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF).....	51
6.2	Boligprisvekst og finansielle innovasjoner.....	51
7	Boligprisene	55
7.1	Historiske priser.....	55
7.2	Trendberegninger for boligprisen.....	57
7.3	P/R-analyse av boligmarkedet	59
7.3.1	Teori for sammenhengen mellom pris og fortjeneste.....	59
7.3.2	Observert forhold mellom boligpris og leiekostnader.....	59
7.3.3	Fundamentale forhold i boligmarkedet	60
7.4	Pengepolitikk og formuespriser.....	61
7.4.1	Standardmodell for pengepolitikk under inflasjonsmål	62
7.4.2	Alternative tilnærminger	62
7.4.3	Norges Banks pengepolitikk og formuesprisene.....	64
8	Konklusjoner	65
9	Kilder.....	67

Figurliste

Figur 4.1 – Norges Banks renter og utvalgte NIBOR, 2001-2008.....	22
Figur 4.2 – Internasjonale sentralbankrenter, 2001-2008	27
Figur 4.3 – Utvalgte inflasjonsmål, 2001-2008.....	30
Figur 4.4 – Tolvmåneders prisvekst for utvalgte varer, 2001-2009.....	31
Figur 4.5 – KPI-JAE og Importert inflasjon, 2001-2008	32
Figur 4.6 – Innvandrere etter bakgrunn og år, 1990-2007	33
Figur 4.7 – BNP Fastlands-Norge med trendberegninger, 1978-2008	36
Figur 4.8 – Produksjonsgapet, 2003-2008	37
Figur 4.9 – Arbeidsledighet i antall tusen personer (AKU-tall), 1996-2008	38
Figur 5.1 – Årlig vekst i pengemengde, M2, 1820-2008	40
Figur 5.2 – Årlig vekst i pengemengde, M2, månedsdata, 2001-2008	41
Figur 5.3 – Årsvekst i M2 og KPI. Trendberegning ved hjelp av HP-filter, 1947-2007	46
Figur 7.1 – Realboligpris og boligpristrend, 1819-2008.....	56
Figur 7.2 – Boligprisgap ved HP-filter og $\lambda=500$, 1890-2008	58
Figur 7.3 – P/R for det norske boligmarkedet, 1871-2008.....	60

1 Innledning

1.1 Problemstilling og motivasjon

Tema for denne utredningen er *i hvilken grad pengepolitikken har bidratt til dagens økonomiske krise*. Utredningen tar for seg Norges Banks pengepolitikk i perioden etter innføringen av inflasjonsmålet i mars 2001, og vil i all hovedsak fokusere på den norske økonomien. Verdensøkonomien preges imidlertid av en sterk globalisering i denne perioden. Finansmarkedene mellom land og regioner er tett knyttet sammen, og de største økonomiene påvirker i stor grad resten av verden. Det vil derfor, enkelte steder, være på sin plass å diskutere den norske utviklingen i lys av internasjonale forhold.

Pengepolitikken de siste årene har vært ekspansiv både i Norge, i verdens stormakter og hos våre viktigste handels- og samarbeidspartnere, for eksempel USA, Eurosonen, Storbritannia, Danmark og Sverige. Bakgrunnen for den ekspansive pengepolitikken er den lave inflasjonen. Når inflasjonen i et inflasjonsmålsregime faller under målet, vil sentralbanken senke renten for å øke aktiviteten i økonomien. Den økte aktiviteten skal skape press og inflasjon. De siste årene har imidlertid tilbudssideforhold gjort at inflasjonen har forblitt lav, til tross for en svært ekspansiv pengepolitikk. Derfor har sentralbanker verden over kuttet rentene ytterligere, for å nå inflasjonsmålet innen en rimelig horisont.

De siste års internasjonale oppgangskonjunktur bevegde seg over i en kritisk fase høsten 2007. Det amerikanske boligprisfallet avdekket store problemer i boliglånsmarkedet, spesielt i markedet for subprime. Tapene ble raskt store, og det oppsto en viss uro i finansmarkedene. Ett år etter, høsten 2008, spredte krisen seg for alvor til de internasjonale markedene. Omfanget av tapene fra det amerikanske boligmarkedet var vanskelig å få oversikt over, ettersom kompliserte finansielle produkter hadde skjult risikoen. Da markedene etter hvert hadde dannet seg et bilde av omfanget og dybden av tapene, oppsto det en akutt kredittkrise. Risikoviljen ble svært lav, og tillitten mellom markedsaktørene var på et lavmål. Det la grunnlaget for en alvorlig likviditetsskvis, fortrinnsvis i amerikanske dollar. I Norge kulminerte mangelen på dollar den 16. september, da aktiviteten i NIBOR-markedet var så

marginal at det ikke ble fastsatt renter for kortsiktige lån bankene i mellom.¹ Dollarmangelen resulterte i pengemarkedsrenter som lå langt over styringsrentene, verden over. Dette henger sammen med den omfattende finansieringen i eurodollarmarkedet². Fordi norske banker låner kroner seg i mellom ved å gå via internasjonale dollarmarkeder, skapte dollarmangelen høsten 2008 dårlig likviditet også i Norge.

Krisens utgangspunkt var kredittmarkedene. De siste årene har vært preget av sterk vekst i penge- og kredittmengden. Sentralbankene er den kanskje viktigste tilbyder av penger og kreditt, gjennom pengepolitikken. Pengepolitikken må derfor drøftes, for å kunne ta stilling til hvorvidt sentralbanken har opptrådt i tråd med sitt mandat, og til det beste for økonomien på lang sikt. Årsakene til den økonomiske krisen er imidlertid mange. En så alvorlig krise må skyldes fundamentale ubalanser som har oppstått over tid, basert på en rekke underliggende forhold. Jeg har derfor ingen ambisjon om å plassere skylden for finanskrisen, men mener at en analyse av sentralbankenes rolle er på sin plass – også den norske sentralbanken. En lang periode med ekspansiv pengepolitikk kan ha svekket den finansielle stabiliteten. I så fall har Norges Bank bidratt til omfanget av den internasjonale økonomiske krisen i Norge.

1.2 Strukturelle avveininger og begrepsavklaring

1.2.1 Oppgavens struktur

Utredningen begynner med en presentasjon av den norske pengepolitikken. Denne presentasjonen består av to deler – en historisk gjennomgang og en beskrivelse av dagens regime. Mens historien danner bakteppe for den moderne pengepolitikken, vil beskrivelsen av dagens regime ta for seg de pengepolitiske målene, bakgrunnen for valget av regime, samt den praktiske gjennomføringen. Beskrivelsen av pengepolitikken ligger til grunn for drøftelsen av sentralbankens beslutninger de siste årene.

Selve analysen består av to hoveddeler. Først tar jeg for meg Norges Banks pengepolitikk i lys av de pengepolitiske målene for Norge. Dette er *ingen* systemdebatt. Jeg legger hele tiden til grunn dagens system, og vurderer Norges Bank på bakgrunn av deres mandat. Andre del er delt inn i tre kapitler, og behandler økonomiske indikatorer utover Norges Banks

¹ Gjedrem, 2008a

² Allen, 1997, side 363

målstørrelser. Jeg har valgt å se på pengemengde, kredittmengde og boligpriser. Dette er valg som utdypes og begrunnes i løpet av utredningen. Underveis har jeg lagt inn teoretisk gjennomgang av de analyseverktøyene jeg benytter meg av.

Tidsmessig analyserer jeg Norges Banks pengepolitikk i perioden mars 2001-2008. Når jeg senere i utredningen omtaler *siste oppgangskonjunktur* eller *de siste årene*, refererer jeg til denne perioden. I historiekapittelet går jeg imidlertid helt tilbake til tidlig på 1800-tallet og opprettelsen av Norges Bank. Samtidig sammenlikner jeg i stor grad de siste års utvikling med utviklingen under Kristianiakrisen fra 1899 og bankkrisen fra 1987.

1.2.2 Begrepsavklaring

En *finansiell* eller *økonomisk krise* er et kraftig tilbakeslag i økonomien, som kan måles i en rekke økonomiske indikatorer, for eksempel formuespriser, produksjon, pengemengde og forventninger. Definisjonen baserer seg på definisjonen av en nedgangskonjunktur³, men en finansiell krise er dypere og lengre. En *boble* refererer til en situasjon hvor markedsprisene på finansielle objekter er betydelig høyere enn det fundamentale forhold tilsier. Med *fundamentale forhold* menes her faktorer som påvirker den reelle verdien av finansobjektene. Prisene kan for eksempel være et resultat av overdreven tro på fremtidig utvikling i det aktuelle markedet – en oppadgående spiral. Et *krakk* på sin side beskriver et kraftig fall i finansielle størrelser, for eksempel formuespriser. Et krakk er ofte delvis et resultat av negativ psykologi, hvilket innebærer at prisene faller mer enn fundamentale forhold tilsier.

Utover disse sentrale begrepene, definerer og forklarer jeg begreper etter hvert som jeg tar dem i bruk.

³ National Bureau of Economic Research (NBER), 2003

2 Pengepolitikk i et historisk perspektiv

2.1 Norges Banks første hundre år – fra 1816 til første verdenskrig

Som utgangspunkt for den historiske betraktningen av norsk pengepolitikk, har jeg valgt å gå tilbake til den pengemessig vanskelige perioden rundt opprettelsen av Norges Bank i 1816. Sluttet av 1700- og starten av 1800-tallet representerte en høykonjunktur i Norge, med kraftig vekst i eksporten på områder som trelasthandel, fiskerier og skipsfart.¹ Napoleonskrigene som brøt ut i år 1800 betød i sine tidlige år en kraftig vekst i norsk skipsfart, ettersom Norge kunne tilfredsstillte internasjonal etterspørsel etter nøytral tonnasje. I 1807 gikk Norge, sammen med Danmark, inn i krigen på fransk side. På den andre siden sto blant annet Sverige og Storbritannia, hvilket innebar at Norge hadde fiender i både øst og vest. Dermed snudde den positive økonomiske utviklingen. Norsk økonomi under og like etter Napoleonskrigene kan beskrives som en klassisk krigsøkonomi. Veksten i pengemengden var kraftig, og det var tidvis hyperinflasjon, med tilhørende depresiering av myntenheten.

Situasjonen krevde en pengemessig opprydning. Dette ble forsøkt gjort i tre ulike runder, hvorav de to første ansees mislykket.² Første runde var innføringen av riksbankdaleren i 1813, utstedt av en nyopprettet seddelbank. Den nye pengeenheten innebar en kraftig nedskrivning av pengenes verdi - en devaluering. Verdien av pengene fortsatte imidlertid å falle. Andre runde var den såkalte *Eidsvoldsgarantien* av 13. Mai 1814, hvor riskforsamlingens medlemmer personlig garanterte for en gitt mengde nyutstedte riksbankdaler. Det lyktes heller ikke nå å skape tillitt til pengenes verdi. I tillegg til riksbankdaleren og den gamle courantdaleren, ble de såkalte *prinsesedlene* satt i sirkulasjon etter et personlig initiativ fra prins Christian Fredrik. Dette var en variant av riksbanksedler. Prinsens innsats høstet ikke nevneverdige resultater i pengemessig stabiliseringsøyemed.

Tredje og siste runde på veien mot ny pengemessig stabilitet kom med opprettelsen av Norges Bank 14. juni 1816.³ Samtidig fikk man en ny selvstendig, norsk pengeenhet – speciedaleren. Denne skulle ha en fast verdi i sølv. For å sikre pengenes verdi skulle det opprettes et

¹ Hodne og Grytten, 2000, side 22-26

² Eitrheim, 2005, side 12-13

³ Norges Bank, 2008a

sølvfond i Norges Bank på minimum 2 millioner kroner. De gamle pengene skulle saneres gjennom en innløsningskurs på 10 riksbankdaler mot 1 speciedaler. Etableringen av sølvfondet gikk imidlertid ikke som planlagt, og det måtte derfor utskrives en sølvskatt for å sikre tilstrømningen av edelt metall. Til tross for dette gikk det lang tid før myndighetene nådde målet. Ikke før 23. april 1842 ble Norges Bank pålagt en sølvinnløsningsplikt for speciedaler til parikurs.⁴

Neste viktige, pengepolitiske epoke startet med overgangen til gullstandarden, 1. januar 1874.⁵ Den internasjonale gullstandarden gikk ut på at hver valuta hadde en fast verdi i gull, og at seddelhaverne sto fritt til å veksle sedler mot gull. På den måten oppnådde man internasjonal konvertibilitet. Nasjonale gullreserver skulle sikre innveksling til parikurs til enhver tid. I Norge hadde vi i praksis et kvotientsystem med et 40 prosents reservekrav.⁶ Fordelene ved gullstandarden skulle være (1) internasjonal konvertibilitet, (2) stabilitet gjennom et fastkurssystem som hindret uønsket valutaspekulasjon og (3) tilliten til gull som verdiopbevaringsmiddel og betalingsmiddel. Selve innføringen førte imidlertid til at etterspørselen etter gull, for å dekke de nasjonale gullreservekravene, økte kraftig. Gullstandardens oppbygning var sånn at hvis man ikke klarte å dekke reservekravene ved å fylle opp med gull, måtte man redusere pengemengden. Da hele den vestlige verden skulle simultant over på gull, ble gull mangelvare, som innebar at en rekke land ble tvunget til å føre en kontraktiv pengepolitikk. Samtidig opplevde Storbritannia relativ stagnasjon, handelsbarrierene økte som et resultat av at fremvoksende økonomier innførte oppfostringstoll, og europeisk jordbruk ble utkonkurrert av billig russisk og amerikansk korn. I tillegg var den positive utviklingen i forkant av overgangen til gullstandard, boblepreget. Samlet førte dette til Den lange depresjonen 1873-1896.

2.2 Mellomkrigstiden

Etter Første verdenskrig var det store ubalanser i pengemarkedene. Under krigen var Europa preget av pengerikelighet og varemangel, som ga et kraftig etterspørselsoverskudd. Ved krigens slutt normaliserte produksjonen seg og etterspørselen ble sluppet fri. Dette resulterte i kraftig inflasjon, stedvis hyperinflasjon (Tyskland og deler av Øst-Europa). Tidlig på 1920-

⁴ Eitrheim, 2005, side 13

⁵ Hodne og Grytten, 2000, side 218

⁶ Hodne og Grytten, 2000, side 219

tallet måtte det derfor en pengemessig opprydning til. Det var i hovedsak tre ulike strategier som ble valgt: (1) Devaluering ble gjennomført med Frankrike, Belgia og Italia i spissen, (2) sanering av pengesystemet var eneste mulighet i Tyskland, Østerrike og Sovjet (samt flere østeuropeiske land med hyperinflasjon), mens (3) retur til gammel gullparitet ble valgt som strategi i USA, Storbritannia og Skandinavia. Å føre valutaen tilbake til parikurs fra gullstandardens glansdager, innebar i praksis en kraftig appresiering av valutakursen. Det igjen betød at landene måtte redusere pengemengden. Tilstrammingen var sammenfallende med at etterkrigsdepresjonen tidlig på 1920-tallet rammet norsk og internasjonal økonomi.

Begrunnelsene for at Norge valgte paripolitikken var mange. For det første var det å gå tilbake til det normale, altså til pengesystemet fra før første verdenskrig. For det andre var Storbritannia Norges viktigste handelspartner, og Storbritannias valg om å gå tilbake til gullparitet var derfor viktig for Norge. For det tredje ønsket man å unngå spekulasjon mot den norske kronen, et problem man ikke hadde sett under gullstandarden før første verdenskrig. For det fjerde hadde beslutningstakerne en moralsk forpliktelse med hensyn til kronens verdi: En kraftig devaluering ville favorisere netto debitorer, ved at deres gjeld ville utgjøre en betydelig mindre reell verdi ved tilbakebetaling enn ved opplåning. Kreditorerne på sin side ville lide store tap. Paripolitikken kan i grove trekk sies å ha blitt ført i to faser, avbrutt av en omfattende bankkrise i 1923-1925. Fasen etter dette betegnes som en særnorsk krise, *parikrisen*: Norge, med sin kontraktive pengepolitikk, opplevde en svært svak utvikling i BNP i en periode hvor omverdenen var inne i en kraftig vekstperiode, ofte referert til som *de glade 20-årene*.⁷ Det lyktes Norge å føre valutakursen tilbake til pari verdi den 1. mai 1928.⁸

Den internasjonale oppgangskonjunktoren fikk sitt vendepunkt ved Den store depresjonen (1929-1933), hvilket førte med seg en ny krise for pengesystemet. Den voldsomme nedgangen i verdensøkonomien gjorde at pengesystemet brøt sammen. Igjen måtte det foretas en omfattende opprydning. Mens Norge var i gruppen av land som tviholdt på gullstandarden på 1920-tallet, forlot vi ved denne korsveien gullstandarden på et svært tidlig tidspunkt. Allerede 27. september 1931 suspenderte Norge gullinnløsningen, under en uke etter at Storbritannia hadde gjort det samme. Når Norge i praksis forlot gullstandarden, åpnet det for

⁷ Hodne og Grytten, 2002, side 115

⁸ Hodne og Grytten, 2002, side 108

en mer ekspansiv penge- og kredittpolitikk, samt en devaluering av valutaen. Dette bidro positivt til utviklingen i Norge på 1930-tallet gjennom økte innenlandske investeringer, samt etterspørselsøkning fra både inn- og utland.⁹

2.3 Etterkrigstiden

I slutfasen av Den andre verdenskrig ønsket de kommende seierherrene å forhindre en situasjon lik den USA og Vest-Europa opplevde i mellomkrigstiden, med store økonomiske svingninger og en verdensøkonomi i ubalanse. Resultatet var møtet mellom 44 allierte i Bretton Woods, USA i 1944.¹⁰ Utfallet av arbeidet ble Bretton Woods-avtalen, hvor man blant annet la opp strategien for etterkrigstidens valutaregime. Dette gikk ut på at den amerikanske dollaren var knyttet til gull, og at andre valutaer, deriblant den norske, var knyttet til dollaren. Kursen mot dollar skulle være fast, innenfor et intervall på ett prosentpoeng over eller under pari. Dermed var Norge igjen knyttet til gullet – implisitt. Bretton Woods la også grunnlag for Det Internasjonale Valutafondet (IMF) og Verdensbanken (International Bank of Reconstruction and Development – IBRD). Disse startet sitt virke i henholdsvis mars 1947 og juni 1946. Dette var internasjonale institusjoner som skulle bistå gjennomføringen av det nye valutaregimet og gjenreisningen av hovedsaklig Europa. Bretton Woods-systemet vedvarte helt frem til 15. august 1971, da fastkurssystemet brøt sammen, blant annet grunnet dets rigiditet.¹¹ På et tidspunkt da USA ble gjenhentet produktivitetmessig burde dollaren depresierte, men fastkurssystemet ga ikke rom for en tilstrekkelig depresiering.

Ved siden av Bretton Woods førte Norge en økonomisk politikk med stor tro på at man kunne finstyre de økonomiske forholdene i landet. Renten var av myndighetene satt på et lavt nivå, og kreditten ble rasjonert og i stort omfang styrt av ulike statsbanker, deriblant Husbanken. Mot slutten av 1970-tallet ble troen på at man kunne finstyre økonomien svekket, både ved at ny teori kom på banen og ved erfaringene med stagflasjon i det samme tiåret.¹² Myndighetene i ulike land erkjente pengepolitikkenes begrensninger og innså at fokus måtte rettes mot det nominelle ankeret. Dernest måtte pengepolitikken innrettes mot å stabilisere dette ankeret,

⁹ Grytten, 1998, side 93-124

¹⁰ Store Norske Leksikon, 2009

¹¹ Norges Bank, 2008a

¹² Friedman, 1968

fremfor å ha realøkonomiske mål. I Norge fikk Norges Bank fra 1985 større selvstendighet og skulle bruke renten som et virkemiddel for å nå målet om å holde valutakursen – det nominelle ankeret – stabil. Dette reflekterte et paradigmeskifte innenfor pengepolitikken, og var et resultat av økt internasjonal forståelse blant annet av økonomiske aktørers rasjonelle forventninger til myndighetenes handlingsmønster.¹³

I mellomtiden, etter sammenbruddet for Bretton Woods, inngikk Norge den 21. desember 1971 i *Smithsonian-avtalen*.¹⁴ Her ble det fastsatt nye valutakurser, og større rom for svingning. Det påfølgende året, 23. mai 1972, sluttet Norge seg til det europeiske *slangesamarbeidet*, et system hvor svingningene i valutakursene skulle begrenses til det halve i forhold til Smithsonian.¹⁵ Disse to avtalene gikk parallelt, og kalles *slangen i tunnelen*. Smithsonian-avtalen brøt sammen i mars 1973, og man sto igjen med det europeiske slangesamarbeidet. Dette holdt stand frem til 1978. Da ble den norske kronen fastsatt mot en samling av andre valutaer, vektet etter Norges handel med valutaenes hjemland. Denne ordningen holdt man i grove trekk fast ved helt frem til 1990, da kronen ble knyttet mot forløperen til Euro (ECU). Internasjonal valutauro gjorde at Norge i 1992 måtte gi opp fastkurspolitikken. Den norske kronen depresierte svakt, og fortsatte å flyte frem til 1994. Fra dette tidspunkt rettet man igjen pengepolitikken inn mot å holde en stabil valutakurs, også da mot ECU, senere Euro.

Denne politikken fastholdt man helt til 2001, offisielt sett, men fra 1998/1999 tok sentralbanken flere grep i retning av den inflasjonsmålspolitikken vi kjenner i dag. Norges Bank så tydelig de uheldige effektene en høy rente hadde på realøkonomien, i et forsøk på å styrke kronens verdi i 1998. Samtidig bidro økende oljeinntekter til at ulike mindretallsregjeringer hadde vanskelig for å føre en ansvarlig budsjettpolitikk og dermed forhindre inflasjonspress. Den 29. mars 2001 vedtok Stortinget en forskrift om den økonomiske politikken, hvor blant annet inflasjonsmålet på 2,5 prosent årlig prisvekst ble fastsatt. Norges Bank styrer mot dette målet ved hjelp av foliorenten.

¹³ Friedman, 1968 og Kydland og Prescott, 1977

¹⁴ Norges Bank, 2008a

¹⁵ Norges Bank, 2008a

3 Dagens pengepolitiske regime

3.1 Målet for pengepolitikken

Dagens pengepolitiske regime i Norge er nedfelt i *Forskrift om pengepolitikken* av 29. mars 2001. Forskriften er vedtatt med hjemmel i *Sentralbankloven* av 24. mai 1985. I forskriftens § 1 heter det at:

”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.”

Norge har med andre ord et fleksibelt inflasjonsmålsregime, og Norges Bank setter renten med et mål om at prisveksten på mellomlang sikt skal nærme seg målet. Produksjonsgapet og andre økonomiske nøkkelindikatorer tillegges også vekt, fordi sentralbanken også er pålagt et mål om stabile konjunkturer. *Produksjonsgapet* tilsvarer forskjellen mellom faktisk produksjon og produksjon ved normal kapasitetsutnyttelse (se for øvrig kapittel 4.5). Er produksjonsgapet stort, kan sentralbanken tillate seg å bruke lengre tid på å nå inflasjonsmålet, i et forsøk på å normalisere produksjonen. Denne avveiningen i pengepolitikken kan nedfelles i en tapsfunksjon, hvor både produksjonsgapet og avvik fra inflasjonsmålet inngår. Det tekniske aspektet ved pengepolitikken vil bli nærmere omtalt i kapittel 4.1.

Norges inflasjonsmål på 2,5 prosent er noe høyere enn hos våre europeiske handelspartnere. Sverige og Storbritannia har et eksplisitt inflasjonsmål på to prosent, mens Den Europeiske Sentralbank har et mål om en inflasjon på to prosent *eller mindre*, som én av to pilarer i pengepolitikken. Det er vanskelig å finne en tydelig begrunnelse for valget av 2,5 % som inflasjonsmål, men jeg vil trekke frem følgende argumentasjon: For det første lå inflasjonen i Norge de siste årene frem til 2001 rundt 2,5 %.¹ For det andre er Norge en petroleumsøkonomi. Den gradvise innfasingen av oljeinntektene ved hjelp av handlingsregelen, tilsier en realappresiering av den norske kronen.² Dette kan skje enten i form av en appresiering av nominell valutakurs, eller gjennom høyere pris- og lønnsvekst. Ved å legge seg på et noe høyere nivå for inflasjon enn våre handelspartnere, tar Norge ut en stor del av realappresieringen gjennom inflasjonen. For det tredje har det vært antydning at fagforeningene presset på for et høyere inflasjonsmål.³ Deres interesser var at jo høyere inflasjonsmål Norge hadde, jo høyere rom ville det også være for fremtidig lønnsvekst. I tillegg ville et inflasjonsmål over inflasjonsmålet i eurosonen være et signal om at Norge ikke uten videre skulle tilpasse seg EU.

3.2 Bakgrunnen for valget av inflasjonsmålsregime

Som beskrevet i historiekapittelet, er inflasjonsmål som pengepolitisk regime relativt ferskt. New Zealand var pionér på området, med en formalisering av et inflasjonsmålsintervall i 1989/90.⁴ I dag har både eurosonen, Storbritannia, Sverige og Norge, i tillegg til en rekke andre land, et eksplisitt inflasjonsmål. Andre land har implisitte inflasjonsmål, som for eksempel Danmark. Inflasjon er også en sentral størrelse i den amerikanske pengepolitikken. Allerede i 1968 kom Milton Friedman med den viktige artikkelen om pengepolitikkenes rolle. Friedman presiserer at pengepolitikken *ikke* kan sørge for sysselsetting over likevekstnivå. Dette vil bare føre til inflasjon på litt lengre sikt. Pengepolitikken *kan* derimot skape et stabilt grunnlag for økonomien, gjennom å stabilisere prisnivået. Dette må, ifølge Friedman, skje ved at myndighetene konsentrerer seg om visse *nominelle* størrelser. Dette kan være valutakurs, pengemengde eller prisnivået. Friedman selv anbefalte pengemengden, grunnet en klarere

¹ Grytten, 2004

² NOU 2003:13

³ Grytten, 2009a

⁴ Reserve Bank of New Zealand, 2007

kobling mellom pengepolitikken og pengemengden, enn mellom pengepolitikken og prisnivået.

Hvis man velger å styre mot moderat prisvekst gjennom å styre pengemengdeveksten, må man spørre seg om sammenhengen mellom de to størrelsene. Empiriske undersøkelser viser at det foreligger sterk korrelasjon mellom pengemengde og inflasjon på *lang* sikt.⁵ På kort sikt er det imidlertid liten eller ingen korrelasjon. Det gjør det vanskelig å kontrollere inflasjonen ved hjelp av en styrt pengemengde, ettersom en fast vekst i pengemengden ikke nødvendigvis gir en tilsvarende vekst i inflasjonen.

Opp gjennom historien har det vært langt vanligere å styre etter en helt eller delvis fast valutakurs. Det gjelder også Norge. I kapittel 2 ser jeg tilbake på en rekke fastkursperioder, i form av internasjonale valutasamarbeid. Eksempler på dette er gullstandarden fra andre halvdel av 1800-tallet og Bretton Woods etter Den andre verdenskrig.

Høy inflasjon er et fenomen som har en rekke uheldige effekter på økonomien.⁶ For det første undergraver det pengenes verdi. Netto kreditorer får redusert reelle fordringer, mens netto debitorer får redusert sin reelle gjeld. Det er urettferdig og gjør det vanskelig å beregne reell lånekostnad. For det andre innebærer det ofte stor volatilitet, hvilket innebærer at usikkerheten er stor. Usikkerhet fører til lavere investeringer. For det tredje vil markedsaktører søke å redusere ulempene ved, og forsikre seg mot de negative effektene av, høy inflasjon. Dette fører til ineffektiv ressursbruk. For det fjerde vil det oppstå støy i skattesystemet, et resultat av dets bruk av nominelle størrelser som fastsettes for ett år av gangen. Kort oppsummert vil lav og stabil inflasjon føre til en mer effektiv ressursallokering enn høy inflasjon.

Deflasjon, altså et fall i prisnivået, er også negativt for økonomien. For det første er det lite attraktivt å investere i en økonomi med fallende priser – deflasjon tilsier nemlig at investeringen blir gradvis mindre verdt. For det andre vil en viss prisstigning muliggjøre både fallende og stigende reallønn og realpriser, uten at de nominelle størrelsene må falle.

⁵ McCandless & Weber, 1995

⁶ Norges Bank, 2004a, side 92-94

Nominelt fall i lønningene vil erfaringsmessig være svært vanskelig å få gjennomslag for. For det tredje er det ønskelig å ha mulighet til å oppnå negativ realrente, dvs. at inflasjonen er høyere enn renten. Negativ realrente er et sterkt insentiv til å investere. Det innebærer at myndighetene har mulighet for å gi en kraftig stimulans til økonomien.

I lys av økonomisk teori er lav og stabil inflasjon det beste bidraget pengepolitikken kan gi til økonomien.

En generell utgreiing for god sentralbankpolitikk gis i en artikkel av Frederic S. Mishkin fra 2000, hvor han peker på syv prinsipper som sentralbankene bør rette seg etter:

1. Prisstabilitet
2. Samkjøring av finanspolitikk og pengepolitikk
3. Tidsinkonsistens må unngås
4. Pengepolitikken må være fremoverskuende
5. Ansvarlighet
6. Fleksibilitet
7. Finansiell stabilitet

Som beskrevet ovenfor er det kostnader knyttet til høy inflasjon. Disse unngås ved prisstabilitet. For at sentralbanken skal kunne oppnå dette gjennom pengepolitikken, må også finanspolitikken være konsistent med målet om prisstabilitet. Videre må pengepolitikken innrettes sånn at tidsinkonsistens unngås. Tidsinkonsistens betyr at den pengepolitikken som i dag synes å være optimal i fremtiden, ikke lenger er optimal når fremtiden er her. Tidsinkonsistens er et fenomen som kan knyttes til opportunisme fra politikernes side. Tidsetterslep fra sentralbanken fatter sin beslutning til økonomien påvirkes, gjør at sentralbanken også må være fremoverskuende og reagere gradvis. Hvis ikke risikerer den å forsterke konjunktursvingningene fremfor å glatte dem ut. Beslutningene fra sentralbanken er av stor betydning for hele befolkningen. Det kan derfor anses som en demokratisk utfordring at man setter pengepolitikken ut til en selvstendig institusjon.

Regjering og storting er folkevalgte organer som ikke vil bli gjenvalgt om de ikke lever opp til velgernes forventninger. Overfor sentralbanken har befolkningen ikke tilsvarende makt. At sentralbanken må stå til ansvar for politikken den fører, og blir bedømt ut i fra dens måloppnåelse, er derfor en nødvendighet. I tillegg er det et insentiv for at sentralbanken skal gjøre jobben sin på en best mulig måte. De to siste prinsippene, fleksibilitet og finansiell stabilitet, bidrar til at realøkonomien også tillegges vekt fra sentralbanken, samt at den jobber for en sunn økonomisk utvikling. Dette skjer blant annet ved at bankene hjelpes til å være solide og likvide.

Basert på de gjengitte prinsippene ovenfor, kommer Mishkin med anbefalinger for de institusjonelle innretninger i sentralbanken. Disse er som følger:

1. Prisstabilitet skal være det overordnede, langsiktige målet for pengepolitikken
2. Et eksplisitt, nominelt anker bør fastsettes
3. En sentralbank bør være målavhengig
4. En sentralbank bør være instrumentuavhengig
5. En sentralbank må stå til ansvar
6. En sentralbank bør vektlegge åpenhet og kommunikasjon
7. En sentralbank bør også ha finansiell stabilitet som mål

De to første punktene er relativt selvforklarende, og innebærer at sentralbanken først og fremst skal styre etter et gitt nivå for inflasjonen. Målavhengighet og instrumentavhengighet betyr at folkevalgte organer legger premisene for sentralbankens pengepolitikk, men at sentralbanken selv velger de verktøy som er best egnet til å nå målene. I praksis kalles dette sentralbankuavhengighet. Uavhengigheten må imidlertid ikke medføre ansvarsfraskrivelse. Eksplisitte mål bidrar i så måte til å forenkle bedømmelsen av sentralbanken. Det gjør også åpenhet og kommunikasjon, som bidrar til transparens rundt bankens arbeider. Til sist anbefaler Mishkin finansiell stabilitet som mål, hvilket er forenlig med pengepolitikkenes øvrige mål.

I tillegg ligger det særnorske forhold til grunn for dagens pengepolitikk. Rundt år 2000 opplevde Norge en betydelig økning i oljeinntektene. Samtidig var det på det rene at Norge

går store demografiske utfordringer i møte; utgiftene til folketrygden vil bli stadig større etter hvert som de store etterkrigskullene forsvinner ut av arbeidslivet og over i pensjonisttilværelsen. Økt statsfinansielt handlingsrom og behovet for langsiktighet i forvaltningen av oljeformuen var også de to viktigste faktorene for stortingsmelding 29 av 2000-2001. I stortingsmeldingen ble det lagt retningslinjer for den økonomiske politikken i Norge. Her ble det lagt opp til en tredeling. Finanspolitikken, gjennom statsbudsjettet, skulle være den viktigste faktoren for stabil utvikling i produksjon og sysselsetting. Samtidig måtte det inntektspolitiske samarbeidet med arbeidslivets parter sørge for edruelighet i lønnsoppgjørene, med tanke på å opprettholde og styrke konkurranseutsatt sektor. Til sist skulle pengepolitikken støtte opp om finans- og inntektspolitikken. Sistnevnte skulle oppnås ved at pengepolitikken ble innrettet mot de mål beskrevet i kapittel 3.1. I praksis er det pengepolitikken, ikke finanspolitikken, som er den viktigste faktor for stabilitet i produksjon og sysselsetting.

3.3 Gjennomføringen av pengepolitikken

Norges Bank står for den operative gjennomføringen av pengepolitikken, i henhold til inflasjonsmålet på 2,5 prosent. Dette er nedfelt i forskrift av 29. mars 2001. Foliorenten (*styringsrenten*), det vil si renten bankene kan plassere til i Norges Bank fra en virkedag til den neste, er sentralbankens viktigste virkemiddel. De korte pengemarkedsrentene vil i normale tider være tett knyttet til styringsrenten. I tillegg til styringsrenten operer Norges Bank med en dagslånsrente (D-lånsrenten), det vil si renten bankene må betale for lån i Norges Bank fra en virkedag til den neste. Styringsrenten og D-lånsrenten utgjør til sammen en rentekorridor, det vil si det intervallet de helt korte pengemarkedsrentene normalt beveger innenfor. Dette intervallet har siden 16. mars 2007 vært på hundre basispunkter (ett prosentpoeng).

Styringsrenten gjenspeiler Norges Banks vurderinger av inflasjonen, produksjonsgapet og øvrige indikatorer for tilstanden i økonomien. Det presiseres fra sentralbankens side at pengepolitikken fungerer med et tidsetterslep, hvilket innebærer at endringer i renten bør skje gradvis.⁷ Tidsetterslepet gjør at horisonten for måloppnåelse er på ett til tre år. Dette innebærer imidlertid bare at *forventet* inflasjon om ett til tre år skal være 2,5 prosent.

⁷ Norges Bank, 2004a, side 96

Inflasjonsmålet er med andre ord et flytende mål, som *alltid* er ett til tre år frem i tid. Norges Bank vil kunne avvike fra den uttalte horisonten av hensyn til realøkonomien. Hvis oppnåelsen av inflasjonsmålet stiller krav til renter som vil ha uønskede konsekvenser for aktivitetsnivået i økonomien, vil sentralbanken være mer moderat i virkemiddelbruken. Tidsetterslepet skyldes tregheten i transmisjonsmekanismen, det vil si kanalene som går fra styringsrenten til inflasjonen. Det er fornuftig å dele inn i tre kanaler: Etterspørselskanalen, valutakurskanalen og forventningskanalen.⁸

Ifølge retningslinjene for pengepolitikken skal Norges Bank redegjøre for inflasjon som avviker mer enn ett prosentpoeng fra målet. Dette skjer hovedsakelig i årsrapporten.⁹ I den omtalte stortingsmelding presiseres fra departementets side at

*”(...) det etter omstendighetene kan være aktuelt med en slik redegjørelse også ved andre anledninger enn i årsberetningen”.*¹⁰

Norges Bank må med andre ord stå til ansvar for politikken de fører. Å stå til ansvar er nært knyttet til transparens i forhold til beslutninger og beslutningsgrunnlag. Norges Bank utgir *Pengepolitisk rapport* tre ganger i året, i tillegg til en årsberetning. *Pengepolitisk rapport* inneholder blant annet sentralbankens forventning til fremtidig rentebane. Bortsett fra Norge er det bare i Sverige og på New Zealand at sentralbankene offentliggjør sine rentebaner.¹¹ Norges Bank produserer pressemeldinger i forbindelse med rentemøtene. Disse pressemeldingene kompletteres med en pressekonferanse. Ved siden av bankens egne produksjoner, går de etter i sømmene av Norges Bank Watch, i form av deres årlige rapporter. Dette er en gruppe uavhengige økonomer som på oppdrag fra Centre for Monetary Economics (CME) evaluerer pengepolitikken det siste året. CME er tilknyttet Handelshøyskolen BI. Oppsummert kan Norges Bank sies å vektlegge åpenhet og kommunikasjon.

⁸ Norges Bank, 2004a, side 98

⁹ Norges Bank, 2001

¹⁰ Stortingsmelding nr. 29, 2000-2001

¹¹ Svensson, 2007

4 Pengepolitikken i lys av inflasjon og produksjon

4.1 Pengepolitisk tapsfunksjon i et fleksibelt inflasjonsmålsregime

Et fleksibelt inflasjonsmålsregime kan modelleres ut i fra en tapsfunksjon. Denne tar hensyn til de to pengepolitiske hovedmålene, inflasjon og produksjon. Inflasjon og produksjon er et naturlig utgangspunkt for min vurdering av Norges Banks pengepolitikk. En teoretisk fremstilling av en vanlig, pengepolitisk tapsfunksjon gir et ryddig bilde av sentralbankens målstørrelser, og øker forståelsen for den påfølgende analyse. En tapsfunksjon for én periode ser typisk ut som dette:¹

$$L = \frac{1}{2} [(\pi - \pi^*)^2 + \lambda(y - y^*)^2] \quad (1)$$

I uttrykket er π og y henholdsvis inflasjon og produksjon. Stjernemerkede variabler er likevektsstørrelser, det vil si inflasjonsmål og likevektsproduksjon. Som vi ser er det samfunnsøkonomiske tapet, L , den halve summen av det kvadrerte inflasjonsavviket og det kvadrerte produksjonsgapet. Kjernen i funksjonen er at inflasjon som avviker fra inflasjonsmålet og produksjon som avviker fra langsiktig likevektsproduksjon, begge utgjør et tap. Kvadreringen gjør at man vektlegger store avvik tyngre enn små, og at både positive og negative avvik er av like stor betydning. Hvordan man vektlegger den relative betydningen av produksjonsgapet i forhold til inflasjonsmålet gjenspeiles i λ : Den kan justeres ned eller opp for å tilpasse seg et henholdsvis mer eller mindre strengt inflasjonsstyre. Populært sier man etter den britiske sentralbanksjefen at *inflation nutter* er en sentralbank med $\lambda = 0$, hvilket tilsier at produksjonsgapet er helt uten betydning.² Alt annet like, vil en sentralbank med relativt liten λ nå inflasjonsmålet raskere enn en sentralbank med relativt høy λ . Implisitt har dermed λ betydning for horisonten sentralbanken ønsker å nå inflasjonen innenfor.

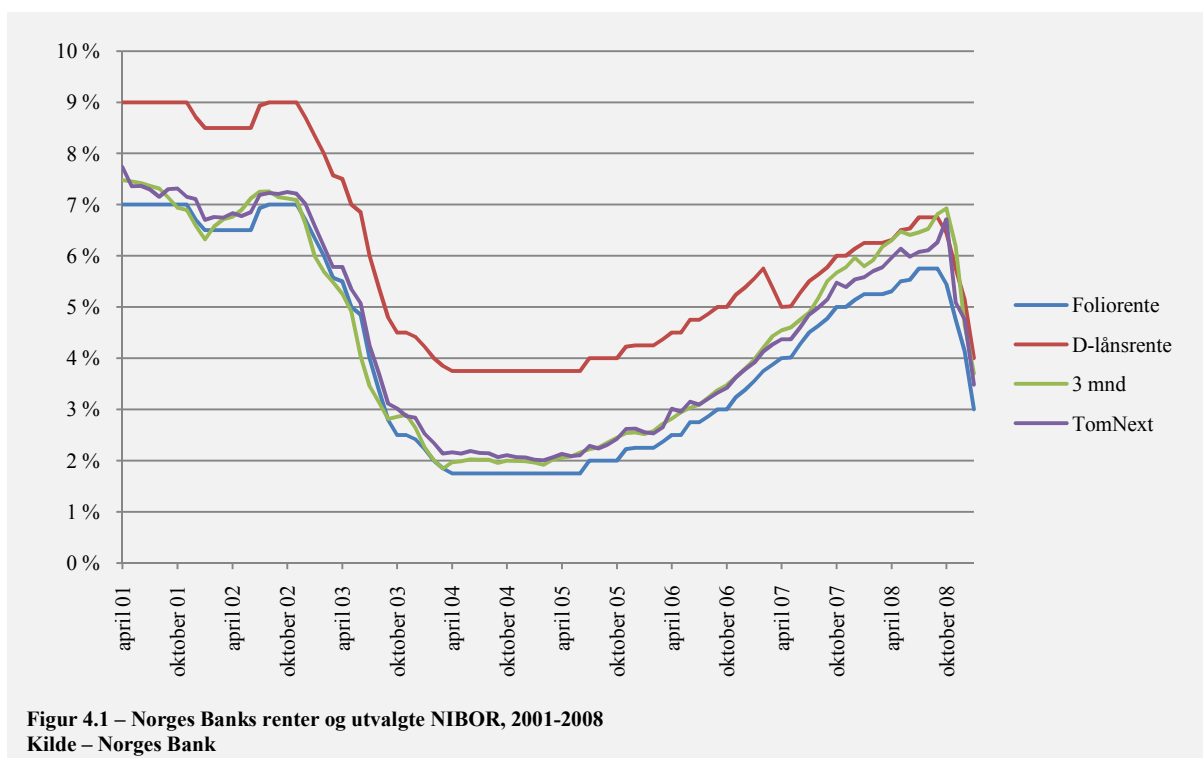
¹ Røisland og Sveen, 2005

² King, 1997

4.2 Pengepolitiske beslutninger mars 2001-2008

4.2.1 Rentenedsettelsen mars 2001-2004

Pengepolitikken etter den offisielle innføringen av inflasjonsmål i mars 2001, var lenge svært stabil. Den første bevegelsen i renten kom den tolvte desember 2001, da renten gikk ned fra syv prosent til 6,5 prosent. Rentenedsettelsen var i tråd med Norges Banks forventninger om avtakende inflasjon. Renten ble liggende på 6,5 prosent frem til sommeren 2002.



Inflasjonsrapporten fra juni 2002 la stor vekt på det norske lønnsnivået, og omstillingen i økonomien mellom konkurranseutsatt og skjermet sektor. En særnorsk prisstigning de siste årene hadde svekket norsk, konkurranseutsatt industri. Situasjonen forverret seg ved at den norske kronen appresierte betydelig, blant annet som en følge av den økende rentedifferansen mellom Norge og utlandet. Det var imidlertid lønnsveksten som først og fremst bekymret Norges Bank. Det tydeliggjøres i forordet i den nevnte inflasjonsrapporten:

*”Pengepolitikken vil være stram så lenge det er høy lønnsvekst.”*³

³ Norges Bank, 2002, side 5

Våren 2002 ble lønnsoppjøret dyrere enn Norges Bank hadde forventet, og med virkning fra 4. juli ble renten hevet et halvt prosentpoeng, til syv prosent. Rentehevingen var svært omdiskutert, da den med hensyn på kronkursen ytterligere forverret situasjonen for konkurranseutsatt sektor. I ettertid har det dannet seg konsensus rundt at pengepolitikken i 2002 og tidlig i 2003, var for stram.⁴ Høye renter og lave importpriser resulterte i en inflasjon som lå godt under målet på 2,5 prosent. I neste inflasjonsrapport, Inflasjonsrapport 3/2002, var hovedvekten flyttet over til at norsk økonomi var i utakt med utlandet, hvor utviklingen var langt svakere.

Den svakere utviklingen internasjonalt, samt en sterk norsk krone, ga seg utslag i nedjusterte prognoser for Norge. Negative, realøkonomiske fremtidsutsikter var sammenfallende med utsikter for lav inflasjon. Den 11. desember 2002 ble renten satt ned med 0,5 prosentpoeng, til 6,5 prosent. Vurderinger av inflasjonen tilsa at det var

”(...) mer sannsynlig at inflasjonen på to års sikt blir lavere enn 2,5 prosent enn at den blir høyere”.

I perioden som fulgte foretok Norges Bank mange rentekutt. Den samme inflasjonsvurderingen som lå til grunn ved første rentenedsettelse, lå også til grunn for fem rentenedsettelser fra januar til august 2003. De tre første kuttene var på 0,5 prosentpoeng, mens de to siste var på et helt prosentpoeng. Etter disse rentenedsettelsene ga Norges Bank nye signaler. Ved rentebeslutningen den 17. september uttalte de at det var like sannsynlig at inflasjonen på to års sikt skulle være *over* målet på 2,5 prosent, som *under*. Likevel ble renten satt ned med et halvt prosentpoeng. Signalet var det samme på rentemøtet den 29. oktober, hvor renten ble holdt uendret. Her er det interessant å merke seg Norges Banks tiltro til virkningene av rentenedsettelsene. Sentralbanksjef Svein Gjedrem skrev i forordet til Inflasjonsrapport 3/2003 at:

”De pengepolitiske lettelsene som er gjennomført tilsier at inflasjonen gradvis tar seg opp og er klart høyere enn nå allerede neste vår”.

⁴ Dørum, Holden og Isachsen, 2005, side 33-50

Inflasjonen tiltok ikke som forventet, og ved de tre påfølgende rentekutt i desember 2003 og første kvartal 2004 var vurderingen av inflasjonen tilbake til overvekt mot inflasjon *under* inflasjonsmålet. Ved hvert av disse tre rentemøtene ble renten senket med 0,25 prosentpoeng.

Spesielt de to siste rentenedsettelsene skjedde etter at veksten hadde tatt seg betydelig opp, og mens gjeldsveksten i husholdningene var sterk, boligprisene økte og forbruket viste stor vekst. Den negative utviklingen hadde dermed snudd, men Norges Banks vurderinger viser at inflasjonsmålet veide tyngst. Derav en styringsrente som med virkning fra 12. mars 2004 lå på det historisk lave nivået 1,75 prosent.

4.2.2 *Utvidelse av horisonten for måloppnåelse*

Det neste viktige trekket ved Norges Bank pengepolitikk i perioden mars 2001-2008 er utvidelsen av horisonten for oppnåelsen av inflasjonsmålet. Med effekt fra første juli 2004 ble horisonten endret fra to år til et intervall på ett til tre år. Bakgrunnen for dette er flerfoldig, og jeg følger gjengivelsen av denne i Norges Bank Watch 2005.

For det første er måloppnåelse innenfor et fremtidig tidsintervall bedre enn måloppnåelse for et bestemt fremtidig tidspunkt. På den måten sier pengepolitikken mer om inflasjonen i en lengre periode, fremfor bare på et bestemt punkt. For det andre gir en utvidet horisont større fleksibilitet for sentralbanken, hvilket gir større rom for å balansere andre hensyn opp mot inflasjonen – produksjonsgapet i særdeleshet, men også for eksempel valutakursen. For det tredje viste en empirisk studie fra Norges Bank at effekten fra valutakursen på konsumprisindeksen var både mindre og tregere enn først antatt. Dermed så man det som fornuftig å strekke horisonten for å se den fulle virkningen av valutakursen. Et fjerde og siste poeng lyder best i visesentralbanksjef Jarle Bergos egne ord:⁵

”Ut fra teorier for optimal pengepolitikk, skal horisonten variere og blant annet avhenge av størrelsen på og varigheten av forstyrrelsene til økonomien. Ved noen typer forstyrrelser, for eksempel etterspørselssjokk, kan det være optimalt å nå inflasjonsmålet relativt raskt. Ved andre typer forstyrrelser, for eksempel kostnadssjokk, kan det være optimalt med en lengre horisont, gitt at ikke tilliten til pengepolitikken står i fare.”

⁵ Bergo, 2004

Som eksempel på en type sjokk som kan gi rom for en lengre horisont, brukte Bergo *kostnadssjokk*. Det var nettopp et slikt sjokk som rammet den norske økonomien i den omtalte perioden.

Hvis Norges Bank hadde satt renten i tråd med den tidligere horisonten på to år ville det sannsynligvis vært foretatt ytterligere rentekutt, ettersom Norges Bank la seg i øvre del av tidsintervallet for måloppnåelse. Bakgrunnen for dette var hensynet til andre deler av økonomien enn inflasjonen, som tydelig talte i mot ytterligere rentekutt.

4.2.3 Renteøkningen 2005-2008

Både inflasjonen og inflasjonsutsiktene forble lave gjennom 2004 og inn i 2005, selv om målt inflasjon tiltok forsiktig. Avveiningen mellom å presse inflasjonen opp mot målet på 2,5 prosent, og hensynet til risiko for at veksten i produksjonen skulle bli for sterk, talte for en uendret rente på 1,75 prosent. Det var med andre ord ingen betydelig utvikling i de størrelser som utgjør Norges Banks vurderingsgrunnlag, utover hva pengepolitikken allerede avspeilet. Ved rentemøtet den 30. juni 2005 var imidlertid utviklingen både i inflasjonen og produksjonen tiltakende, og sterk for produksjonen sin del. Norges Bank så det dermed formålstjenlig å heve renten med 0,25 prosent. Kapasitetsutnyttelsen isolert sett hadde over en lengre tid talt for renteheving, mens inflasjonen hadde ligget på et svært lavt nivå. Nå som også inflasjonen var tiltakende, mente Norges Bank at en renteheving var på sin plass, både med tanke på inflasjonen og produksjonen.

Det var også på dette rentemøtet at sentralbanken lanserte begrepet ”i små og ikke hyppige skritt” om farten på de planlagte, fremtidige rentehevingene. Dette budskapet ble gjentatt ved de fem påfølgende rentehevingene. Begrepet ”i små og ikke hyppige skritt” er etter min mening noe misforstått i tolkningen av sentralbankens budskap. Etter rentemøtet første november 2006 presiserte Norges Bank at renten, i følge deres estimater, ville øke noe raskere, men fortsatt ”i små og ikke hyppige skritt”. De neste rentehevingene kom på de to *påfølgende* rentemøter. Informasjonen fra rentemøtet første november ble tillagt begrenset vekt blant media. Sentralbankens endrede ordvalg i Svein Gjedrems årstale 15. februar, Inflasjonsrapport 1/2007, samt på rentemøtet 30. mai 2007, ble imidlertid tillagt langt større vekt. Politikken tyder imidlertid på at taktskiftet skjedde allerede i november året før. Videre

ble renten satt opp med 0,25 prosentpoeng ved fire anledninger fra 30. mai til 26. september 2007. Dermed var renten satt opp med et kvart prosentpoeng ved alle unntatt ett møte fra og med 11. november 2006 til og med 26. september 2007.

Ved rentemøtet den 15. august kom det imidlertid ny informasjon. Denne gikk på uroen i de amerikanske finansmarkedene – et resultat av den senere tids svake utvikling i boligprisen – som skapte usikkerhet med hensyn på den internasjonale konjunkturutviklingen. Mens avveiningen tidligere var mellom inflasjon på den ene siden og overoppheting på den andre, var det nå indikasjoner på stagflasjon. Bekymring for press i realøkonomien ble avløst av usikkerhet, samtidig som inflasjonen nærmet seg og passerte inflasjonsmålet. utfordringen var derfor å stagge inflasjonen, uten å strupe realøkonomien.

Omfanget av den svakere internasjonale konjunkturutviklingen ble av Norges Bank ikke vurdert å være spesielt omfattende for Norges del. Prognosene både fra Norges Bank og institusjoner som Statistisk Sentralbyrå og Finansdepartementet, tydet på at Norge ville oppleve en myk landing – det vil si at nedturen ville bli moderat. Rentene ble følgelig satt opp i desember 2007, samt i april og juni 2008. Dette var et resultat av at hovedvekten i de pengepolitiske vurderingene lå på at inflasjonen ikke skulle etablere seg på et for høyt nivå. Den svake internasjonale utviklingen ble med andre ord mer enn veid opp av inflasjonsvekst, historisk lav arbeidsledighet og tiltakende lønnsvekst.

4.2.4 Pengepolitikk under finanskrisen

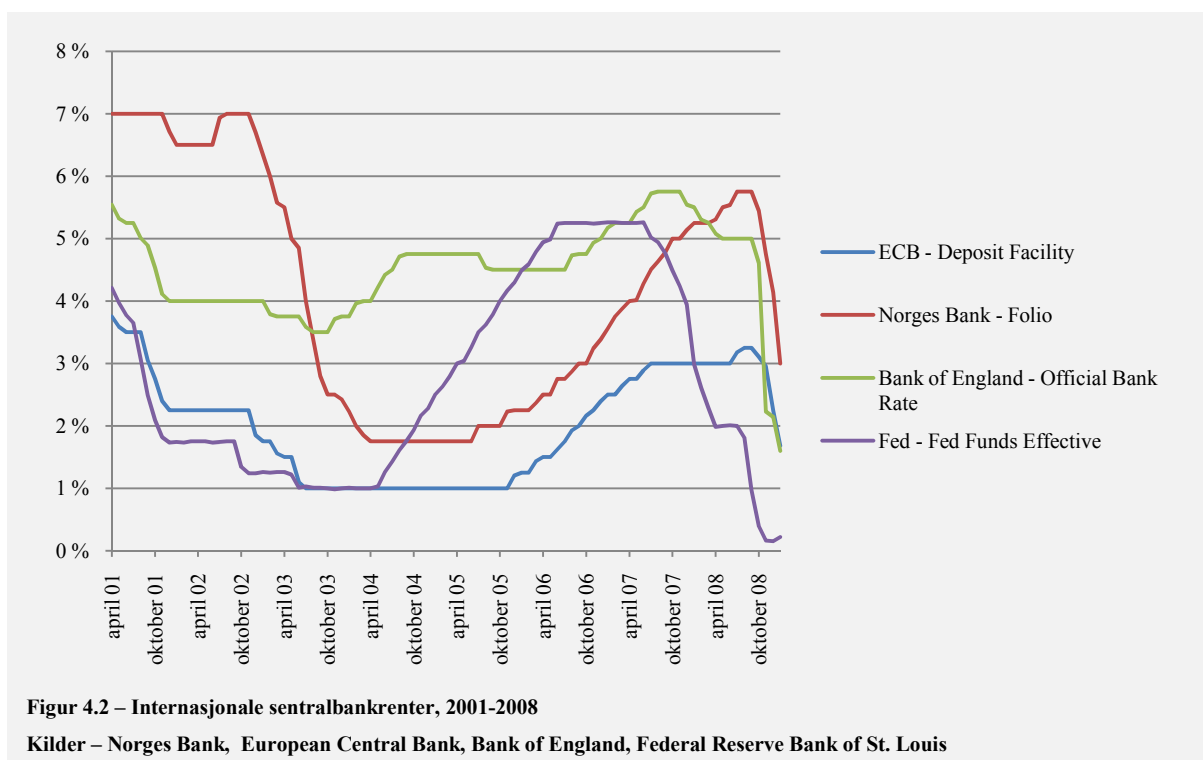
Fra rentetoppen i 2008 har Norges Bank kuttet renten drastisk. Bakgrunnen er krisen i verdensøkonomien, som uten tvil vil ramme Norge hardt. Utover høsten 2008 ble prognosene for norsk økonomi stadig nedjustert, og utsiktene for realøkonomien er nå svake. I pressemeldingen i etterkant av rentemøtet 17. desember 2008, ble den økonomiske situasjonen oppsummert på følgende måte:

”Verdensøkonomien er i en kraftig nedgangskonjunktur. Styringsrentene ute er satt vesentlig ned. Oljeprisen har falt videre. Også her hjemme ser veksten i økonomien ut til å bli markert lavere enn vi så for oss i oktober.”

Samtidig viste Norges Bank til at prisveksten hadde avtatt, og så ut til å avta ytterligere. Dermed økte det pengepolitiske handlingsrommet, og muligheten for å bruke renten aktivt for å redusere omfanget av nedgangskonjunkturen.

4.2.5 Internasjonale renter

I tillegg til forholdene i norsk økonomi, tillegges også internasjonale forhold vekt i rentesettingen. Foruten de implisitte hensyn som tas gjennom valutakursen og utlandets påvirkning på norsk økonomi, ser Norges Bank også på rentedifferansen til våre viktigste handelspartnere.⁶ Renten i eurosonen, England og USA er nedtegnet i Figur 4.2, sammen med den norske styringsrenten. Rentedifferansen mellom Norge og utlandet i 2002 fremgår svært tydelig. Mens Norge hadde en rente på seks-sju prosent, lå Storbritannia på fire prosent og Euroområdet og USA rundt to prosent. Fra utgangen av 2002, da Norges Bank begynte å redusere styringsrenten, nærmet Norge seg internasjonale renter. Den internasjonale trenden gikk også i retning av lavere renter, i tråd med det svake konjunkturbildet i perioden. De norske rentene falt imidlertid langt mer enn de internasjonale, og var tidlig i 2004 på et nivå noe over euroområdet og USA, men under Storbritannia.



⁶ Norges Bank, 2005, side 42-45

Utover oppgangskonjunkturen utviklet den norske styringsrenten seg i takt med internasjonale renter. Den norske pengepolitikken må kunne sies å ha vært i tråd med det som internasjonalt var ansett for å være en fornuftig pengepolitikk. Mitt hovedinntrykk av Norges Banks arbeider er at den norske styringsrenten i all hovedsak har gjenspeilet utviklingen i den *norske* økonomien. Styringsrenten har beveget seg i takt med internasjonale renter, som et resultat av at norsk økonomi har vært en del av en sterk, internasjonal oppgangskonjunktur de siste årene. Rentesettingen er imidlertid en balansegang mellom å forhindre en rentedifferanse ovenfor utlandet som kan skape problemer av den typen vi så i 2001-2002, og hensynet til norsk økonomi. Norsk økonomi har imidlertid svingt relativt godt i takt med internasjonale konjunkturer de siste årene, og utfordringene med hensyn til rentedifferansen har derfor vært moderate.

4.3 Inflasjon

4.3.1 Ulike mål på underliggende inflasjon

Det er vanskelig å drøfte inflasjonen uten å definere ulike mål på den. Med inflasjon generelt menes vedvarende vekst i prisnivået. Hvordan man best måler utviklingen i prisnivået er imidlertid ikke gitt. Statistisk Sentralbyrå (SSB) utarbeider Konsumprisindeksen (KPI), hvis formål er

*"(...) å måle den faktiske prisutviklingen for varer og tjenester etterspurt av private husholdninger."*⁷

I tillegg beregner og publiserer SSB konsumprisindeksen justert for energipriser og avgiftsendringer (KPI-JAE). Denne beregnes på bakgrunn av konsumprisindeksen, men er fratrukket energipriser og glattet for prisendringer som skyldes endringer i avgiftsnivået. Pengepolitikken innrettes mot en årsvekst i prisnivået på 2,5 prosent. Norges Bank styrer imidlertid etter *underliggende* inflasjon, hvilket innebærer at de direkte effektene av endringer i rentenivå, skatter, avgifter og spesielle, midlertidige forstyrrelser ikke skal tas hensyn til. Derfor la de lenge KPI-JAE til grunn for sine analyser. Siden slutten av 1990-tallet har imidlertid energiprisene økt mer enn prisnivået generelt.⁸ Denne *trenden* fanges ikke opp av

⁷ Statistisk Sentralbyrå, 2008a

⁸ Norges Bank, 2008b, side 54-55

KPI-JAE, som utelater energiprisene helt. Dermed har inflasjonen vært undervurdert. Dette har Norges Bank tatt hensyn til i KPIXE⁹, som tilsvarende KPI-JAE tillagt trendveksten i energiprisene.

I og med at det gjøres en trendberegning i utarbeidelsen av KPIXE, benyttes det prognoser for fremtidige energipriser i beregningene av dagens, fremtidige og historiske verdier for indeksen. Prognostiseringen er en opplagt feilkilde, som har blitt kritisert fra flere hold.¹⁰ Problemet oppstår når det kommer faktiske data for perioder som tidligere er basert på prognoser. Da må man foreta dels store revisjoner av indeksen. Revisjonene må også gjøres på historiske data, ettersom en delvis stokastisk trend er bevegelig og vil påvirkes også tilbake i tid. Jeg legger til grunn at KPI-JAE har vært Norges Banks viktigste styringsverktøy med hensyn på inflasjon, inntil de selv lanserte KPIXE i Pengepolitisk Rapport 2/2008.

4.3.2 *Observert inflasjon*

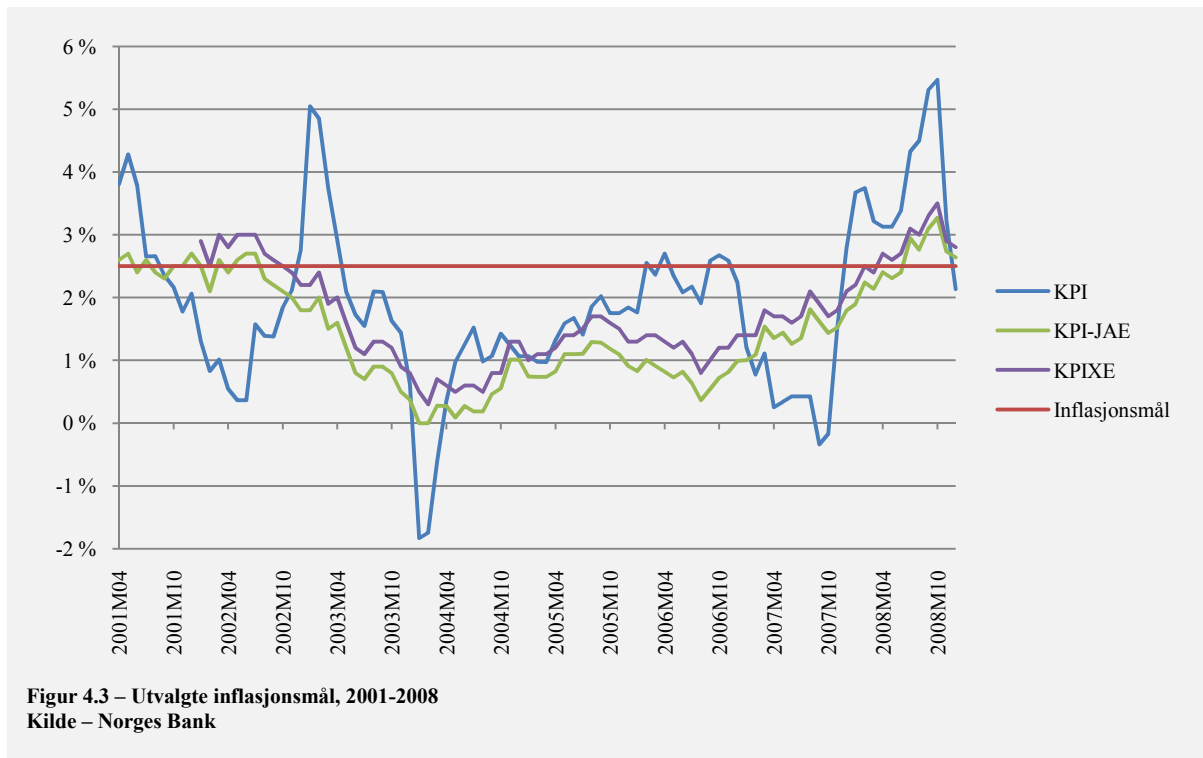
Uavhengig av hvilket inflasjonsmål som legges til grunn, er det på det rene at inflasjonen har vært under målet på 2,5 prosent i store deler av siste oppgangskonjunktur, se Figur 4.3. KPI-JAE falt betydelig etter perioden med høye renter og svak konjunkturutvikling i 2002 og deler av 2003. Tidlig i 2004 lå indeksen like i overkant av null, men viste seg etter hvert tiltakende, i tråd med de gjentatte rentereduksjonene fra Norges Banks side. Fra de svært lave nivåene i starten av 2004, steg inflasjonen jevnt til rundt én prosent i andre halvdel av 2005 – samme periode som Norges Bank begynte å heve rentene.

Én av grunnene til at inflasjonen tiltok var at den importerte inflasjonen kom noe opp fra nivåer under minus fire prosent. KPI-JAE falt imidlertid tilbake i de tre første kvartalene i 2006, men tiltok igjen fra fjerde kvartal. Herfra steg inflasjonen gradvis og lå rundt målet i andre kvartal 2008. Den stigende trenden fortsatte, og KPI-JAE passerte målet og økte til 3,3 prosent i oktober samme år. Deretter falt den noe tilbake igjen, som et resultat av finanskrisen og den påfølgende svake konjunkturutviklingen. KPIXE på sin side følger hele perioden svingningene i KPI-JAE. Dette er et resultat av beregningsmetoden for KPIXE, omtalt

⁹ Norges Bank, 2008c

¹⁰ Bjørnland, 2009 og Bergman, Juel og Steigum, 2009, side 65

ovenfor. Nivået er noe forskjellig, og differansen dem to i mellom svinger fra rundt 0,5 prosentpoeng i 2005-2006, til 0,2 prosentpoeng i 2008.



4.4 Tilbudssjokkene i norsk økonomi

Inflasjonsutviklingen kan i grove trekk tilskrives enten etterspørselssjokk eller tilbudssjokk. Eksempel på etterspørselssjokk er kraftig lønnsvekst eller reduserte skatter, som normalt vil føre til økt etterspørsel fra husholdninger og bedrifter, og på sikt gi seg utslag i økt prispress. De siste årene er imidlertid flere tilbudssjokk bakgrunnen for den svært lave inflasjonen. For det første har den omfattende importen av billige varer fra fremvoksende markeder i Asia, hatt en deflatorisk effekt. For det andre har arbeidsinnvandringen til Norge vært i kraftig vekst, hvilket har redusert presset i et stramt norsk arbeidsmarked.

4.4.1 Kina-effekten

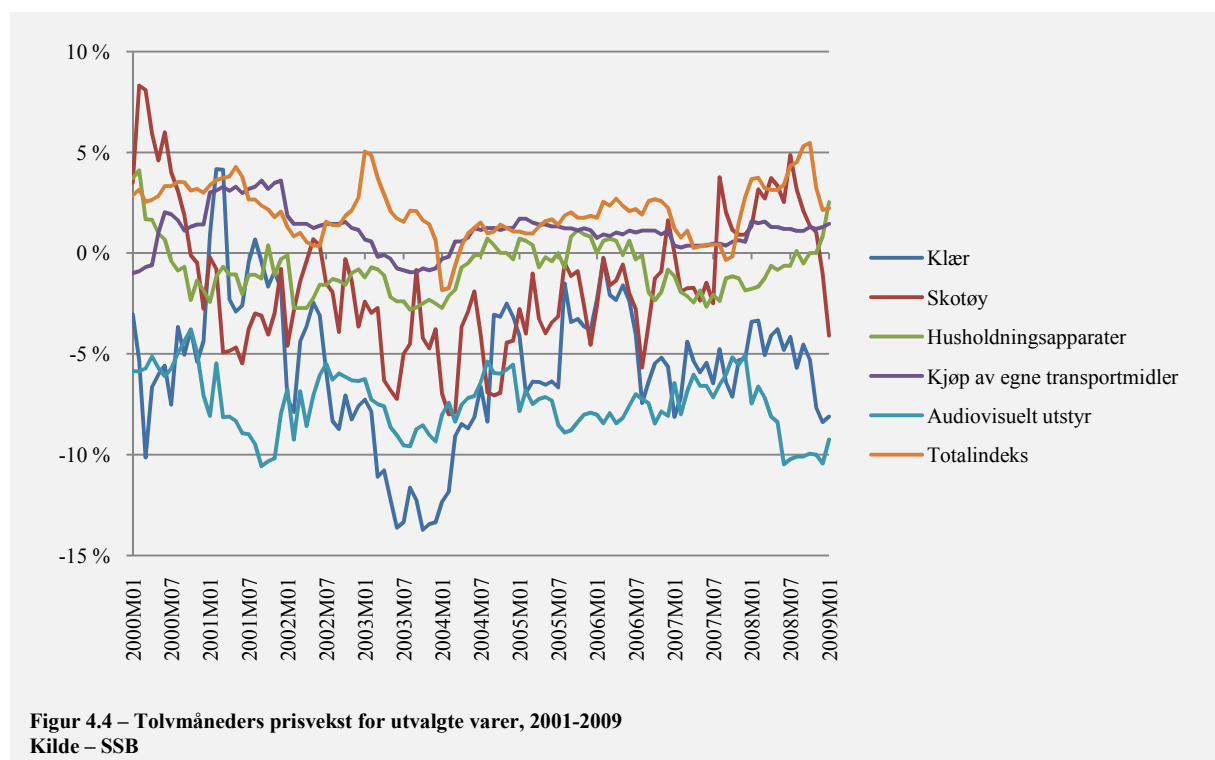
Vedvarende økonomisk vekst i samme omfang som vi har opplevd i Vesten, er et relativt nytt fenomen i store deler av Asia. Japan vokste voldsomt i perioden etter Den Andre Verdenskrig. På 1960-tallet kom de asiatiske tigrene etter, og på 1980-tallet andregenerasjonstigre.¹¹ Tigrene besto av Hong-Kong, Singapore, Sør-Korea og Taiwan, andregenerasjonstigre av

¹¹ Tenold, 2002

Indonesia, Malaysia og Thailand. Grunnlaget for veksten lå i en sterk økning i arbeidsstyrken, høye spare- og investeringsrater og sterk eksportvekst. I tillegg var den internasjonale kapitaltilgangen god.

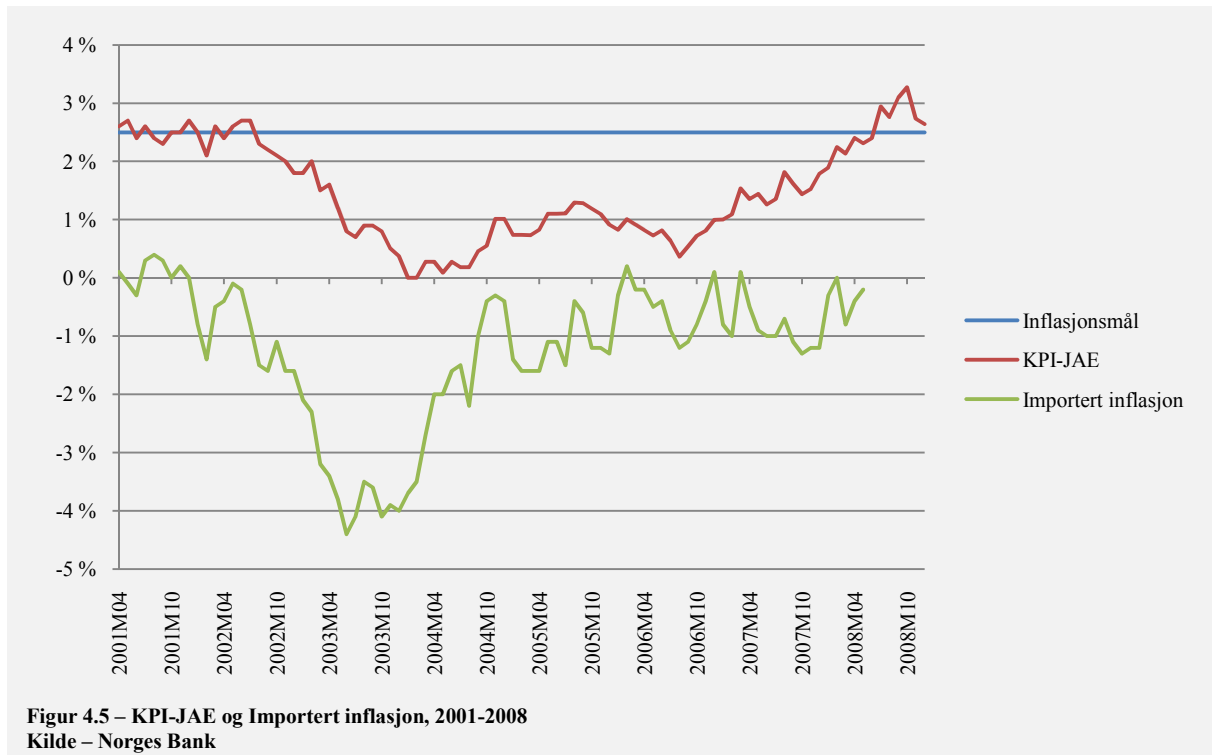
For Kinas del tok ikke veksten seg opp for alvor før på 1990-tallet. Denne veksten har forsterket seg ytterligere i den siste oppgangskonjunktoren, blant annet fordi internasjonal etterspørsel og tilgangen på kapital har vært god. Akkurat som i de nevnte tilfellene med kraftig vekst i Asia, har Kina nytt godt av svært god tilgang på rimelig arbeidskraft. I tillegg er spare- og investeringsratene i Kina tradisjonelt veldig høye.

Veksten i de asiatiske landene, og Kina især, har satt fart i den internasjonale arbeidsdelingen. Tradisjonell industri har i stadig større grad blitt faset ut fra vestlige land, til fordel for svært billig arbeidskraft i Kina og Østen. Til gjengjeld har eksporten fra landene som har overtatt industriproduksjonen eksplodert. Hvis vi ser på Norge som et eksempel, finner jeg at norsk vareimport fra Asia har hatt en sterk verdiøkning i løpet av den siste oppgangskonjunktoren. Samtidig har prisene på de viktigste importvarene falt betydelig, se Figur 4.4.



Figur 4.4 – Tolvmåneders prisvekst for utvalgte varer, 2001-2009
Kilde – SSB

Vi ser at klær og brunevarer har hatt en kraftig negativ effekt på prisnivået. Samtidig har *alle* varegruppene i figuren hatt en prisvekst som er svakere enn totalindeksen. Den deflatoriske påvirkningen fra Asiatiske varer er også tydelig i Figur 4.5, som er Norges Banks beregning av importert inflasjon. Billige importvarer er den viktigste grunnen til den svært lave inflasjonen de siste årene, og forklarer i stor grad sentralbankens lave renter.



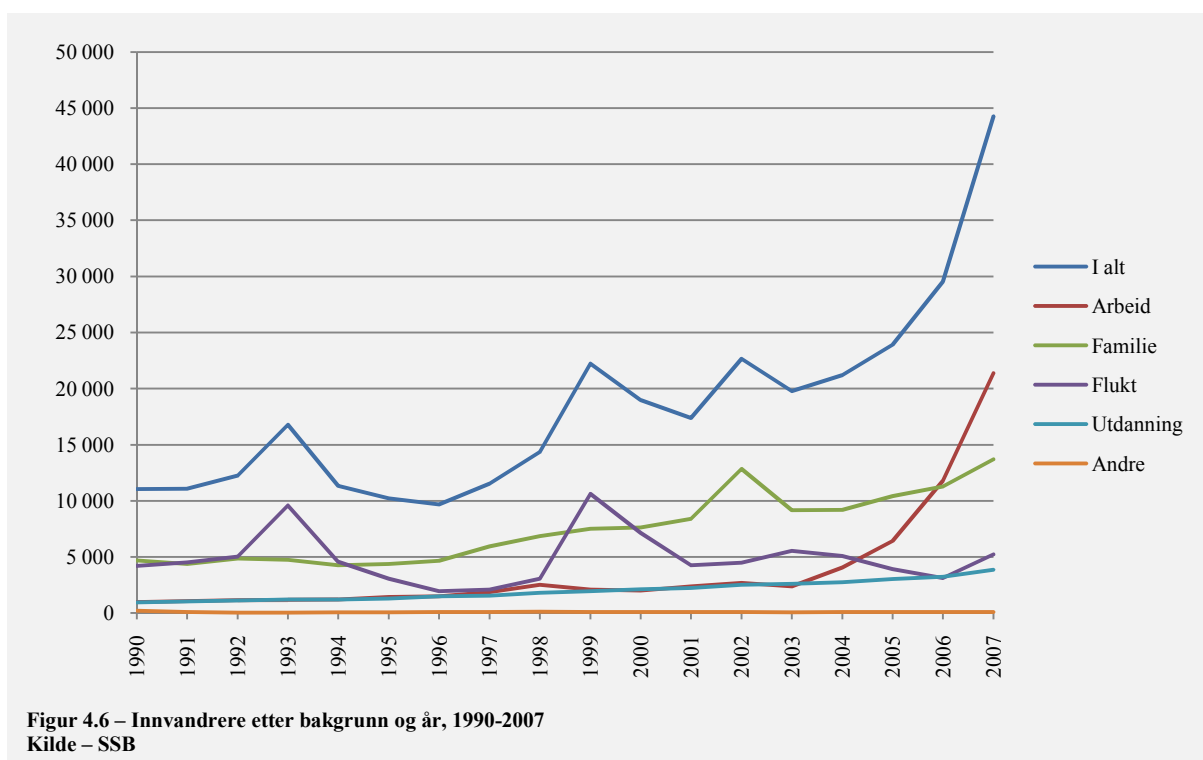
4.4.2 Økt tilbud av arbeidskraft fra Øst-Europa

Ved siden av tilgangen på billige importvarer, åpnet det seg med EUs utvidelse østover i 2004, en mulighet for å benytte seg av det solide tilbudet av arbeidskraft fra Øst-Europa.¹² Utvidelsen innebar at land som Estland, Latvia, Litauen og Polen ble en del av unionen. Dette er utelukkende land fra Øst-Europa, som har langt lavere arbeidskostnader enn sine frender i Vest-Europa. Arbeidsledigheten er relativt stor i disse landene, men med medlemskapet i EU åpnet det seg et nytt arbeidsmarked.

I tillegg til innlemmelsen av nye land, kom *tjenstedirektivet* fra EU samme år. Tjenstedirektivet var ment for ytterligere å bygge ned hindringene som kunne stå i veien for

¹² Europakommisjonen, 2004

fri flyt av varer og tjenester i det indre marked.¹³ Dette omfattet også EØS-landene, og betød for Norges del at landet sto åpent for arbeidssøkende fra blant annet Øst-Europa. Resultatet har vært kraftig vekst i arbeidsinnvandringen, se Figur 4.6. Den desidert største kilden til arbeidskraft er Polen. Den polske snekkeren er blitt et klassisk eksempel på arbeidsinnvandringen til Norge de siste årene, og det er på det rene at det økte arbeidskraftstilbudet har kommet blant annet byggenæringen til gode. I tillegg til betydningen av *tilgangen* på ekstra arbeidskraft, er det også et poeng at *prisen* på denne har vært lav.



Dermed har det vært spesielt gunstig å benytte seg av den. Sammenhengen mellom økt arbeidsinnvandring og lav inflasjon har gått via lønnskanalen: Til tross for svært høy sysselsetting, har presset på lønningene vært moderat gjennom oppgangskonjunkturen. Tradisjonelt ville den sterke økonomiske veksten ført med seg økt aktivitet og tilhørende prispress i økonomien. Moderat lønnsvekst har imidlertid bidratt til å holde prispresset nede, hvilket igjen har åpnet for en mer ekspansiv pengepolitikk fra sentralbankens side.

4.5 Produksjonsgapet

Før jeg analyserer produksjonsgapet er det nødvendig å definere nærmere hva det er. I en utdypning i Inflasjonsrapport 3/2006, skriver Norges Bank at

¹³ Regjeringen, ikke datert

”(...) produksjonsgapet representerer en oppsummering og tallfesting av ressursknappheten i økonomien”.

Videre skriver de at et positivt produksjonsgap innebærer at økonomien er inne i en høykonjunktur, og et negativt produksjonsgap en lavkonjunktur. Den tekniske definisjonen av produksjonsgapet er den prosentvise differansen mellom faktisk produksjon og likevektsproduksjon, eller trendproduksjon – gitt ved den produksjon som finner sted ved normal kapasitetsutnyttelse, eller ved stabil, langsiktig inflasjon. Produksjonsgapet kan teoretisk sett ikke beregnes uten at man kjenner likevektsproduksjon, en størrelse som ikke kan observeres. Likevektsproduksjonen må estimeres, og det finnes en rekke metoder for å gjøre dette. Jeg vil basere min analyse av produksjonsgapet på Hodrick-Prescott-filteret (HP-filter). HP-filteret legges til grunn også i analyser gjort av Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå.

4.5.1 Hodrick-Prescott-filter

Dekomponering av en tidsserie i trend og syklus ved hjelp av Hodrick-Prescott-filter (HP-filter), skjer ved minimering av følgende uttrykk:¹⁴

$$\min \left\{ \sum_{t=1}^T (y_t - \tau_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(\tau_{t+1} - \tau_t) - (\tau_t - \tau_{t-1})]^2 \right\} \quad (2)$$

Minimeringen skjer for alle perioder $t=1\dots T$, hvor y_t er faktisk produksjon og τ_t er likevektsproduksjon/trend. Man minimerer altså summen av (1) kvadrerte observerte avvik fra trend og (2) kvadrerte endringer i trend over tid. På denne måten teller både positive og negative avvik, samt at store avvik vektlegges tyngre enn små. Endringene i trend vektet med parameter λ : Hvis λ er lik null, er det bare observerte avvik som vektlegges. Uttrykket minimeres da ved at trenden settes lik faktisk BNP, hvilket innebærer at konjunktursykler ikke eksisterer. Dette er en helt urealistisk antakelse. Hvis λ er uendelig stor får vi at hele uttrykket blir null (minimert) hvis endringen i trend er lik null, altså at trenden er helt lineær (deterministisk). Dette er også en urealistisk antakelse som for eksempel ikke tar hensyn til

¹⁴ Bjørnland, Brubakk og Jore, 2004

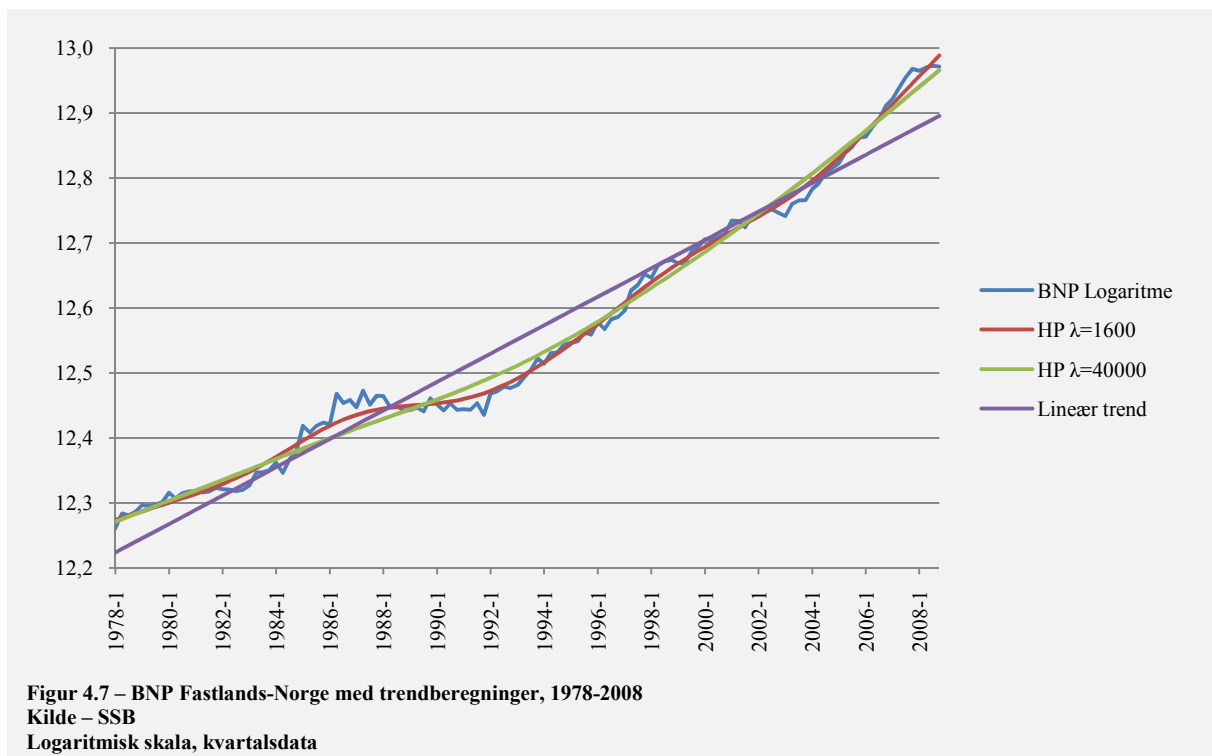
varige produktivitetsendringer. Dess større λ , jo mindre endringer vil man få i trenden som følge av store svingninger i observert BNP. Altså vil en liten λ være mer følsom for konjunktursvingninger enn en stor λ og større grad forklare nedgang i økonomien med et fall i likevektsproduksjon.

HP-filteret er en enkel, instrumentell metode for å beregne polynomisk trend. Det er imidlertid konsensus rundt en del svakheter ved metoden. For det første er det teoretiske fundamentet rundt HP-filteret usikkert. Det er ikke gitt at trendveksten gjenspeiler variabelens vekst i likevekt. For det andre er HP-filteret utsatt for endepunktsproblematikk: Tosidige filter benytter både historiske og fremtidige data, og det vil derfor mangle observasjoner ved starten og slutten av serien. Dette er særlig et problem ved slutten av serien, da man gjerne vil benytte metoden til prediksjon og bestemmelse av konjunktursykler. For det tredje gjør i tillegg realtidsproblematikk det vanskelig å bestemme konjunktursykler. Usikkerhet rundt estimatene for dagens tall gjør at trendberegningene blir usikre. Enda større usikkerhet er det rundt data som er et resultat av prediksjoner, benyttet for å løse endepunktsproblematikken fra punkt to. For det fjerde kan bestemmelsen av λ forårsake problemer med lange sykler; normale lambdaverdier kan i enkelte tilfeller være overfølsomme og dermed klassifisere en lang nedgangskonjunktur som et fall i potensiell produksjon. Dette er for eksempel tilfelle for Norge tidlig på 1990-tallet. For det femte og siste er det et potensielt problem at opp- og nedgangstider tillegges samme vekt, uavhengig av varighet.

4.5.2 Beregning av produksjonsgapet

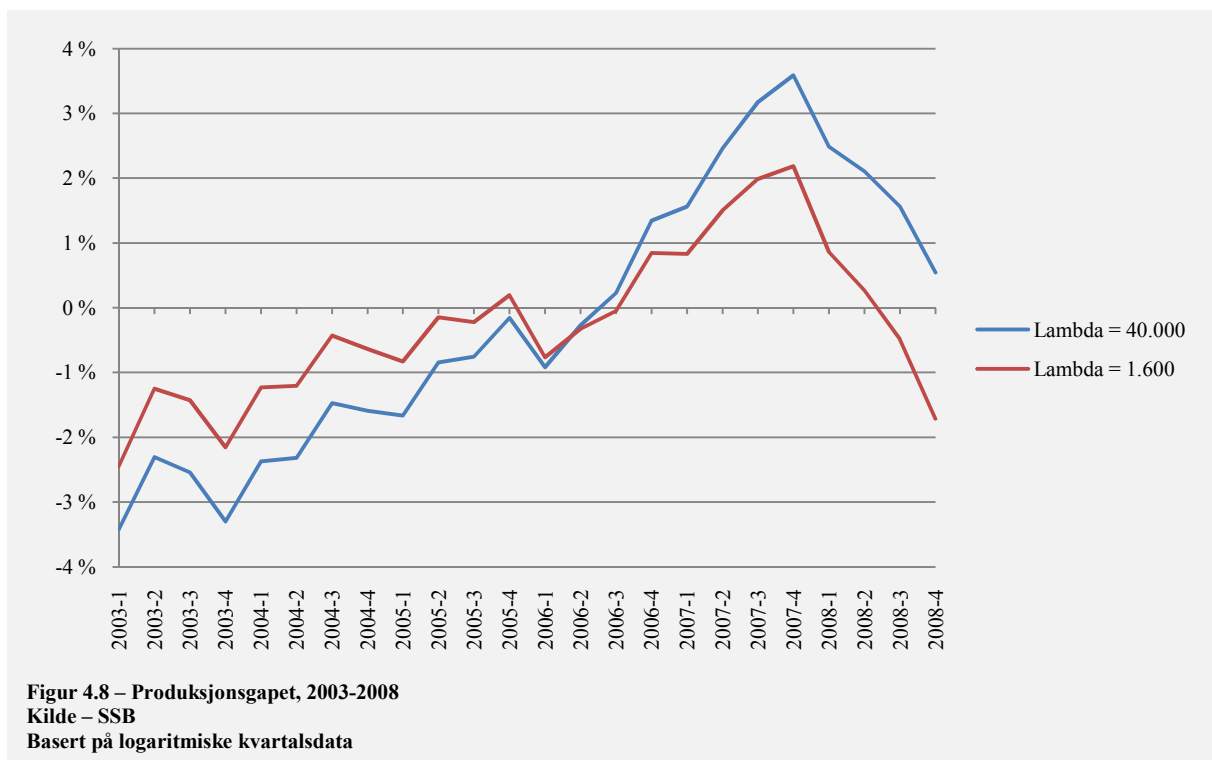
I beskrivelsen av utviklingen i BNP benytter jeg sesongjusterte tall for fastlands-Norge i faste priser. Veksten i bruttonasjonalprodukt var lav i 2002 og tidlig i 2003. Nedgangskonjunktoren kulminerte med negativ utvikling i BNP i første kvartal 2003, sett i forhold til samme kvartal året før. Etter dette tok utviklingen seg opp, som nevnt i beskrivelsen av pengepolitikken. I andre og tredje kvartal 2007 var veksten over seks prosent, før den avtok noe i fjerde kvartal. På dette tidspunktet gikk også verden over i en svakere konjunktur, omtalt flere steder i denne utredningen. Spørsmålet er hvorvidt veksten har vært utover likevektsproduksjon – og i så fall hvor mye.

I Figur 4.7 har jeg lagt inn en loglineær trend for utviklingen i BNP siden 1978. Den loglineære trenden tatt i betraktning, er produksjonsgapet betydelig. Det er imidlertid urealistisk å anta en slik trend, ettersom varige endringer i tilbudsideforholdene vil gi tilsvarende endringer i den potensielle produksjonen. Datering av tidligere opp- og nedgangskonjunkturer i norsk økonomi underbygger det skjeve bildet en loglineær trend gir. Jeg benytter meg derfor av HP-filter for å analysere produksjonsgapet.



I mine beregninger for likevektsproduksjon har jeg lagt til grunn to ulike lambdaverdier, 1.600 og 40.000, se Figur 4.8. Førstnevnte verdi er etablert standard i internasjonale fagmiljøer for beregninger gjort på kvartalsvise data. For Norges del fører imidlertid $\lambda = 1.600$ til at konjunkturedgangen rundt 1990 kommer frem i for liten grad. Ved å øke λ til 40.000 oppnår man en bedre tilpasning til historiske, norske data.¹⁵ Det innebærer i så fall at produksjonsgapet i den siste oppgangskonjunkturen er større enn om man legger 1.600 til grunn. Det er fordi en relativt høy λ er senere å tilpasse trenden, enn en relativt liten λ .

¹⁵ Bjørnland, Brubakk og Jore, 2004

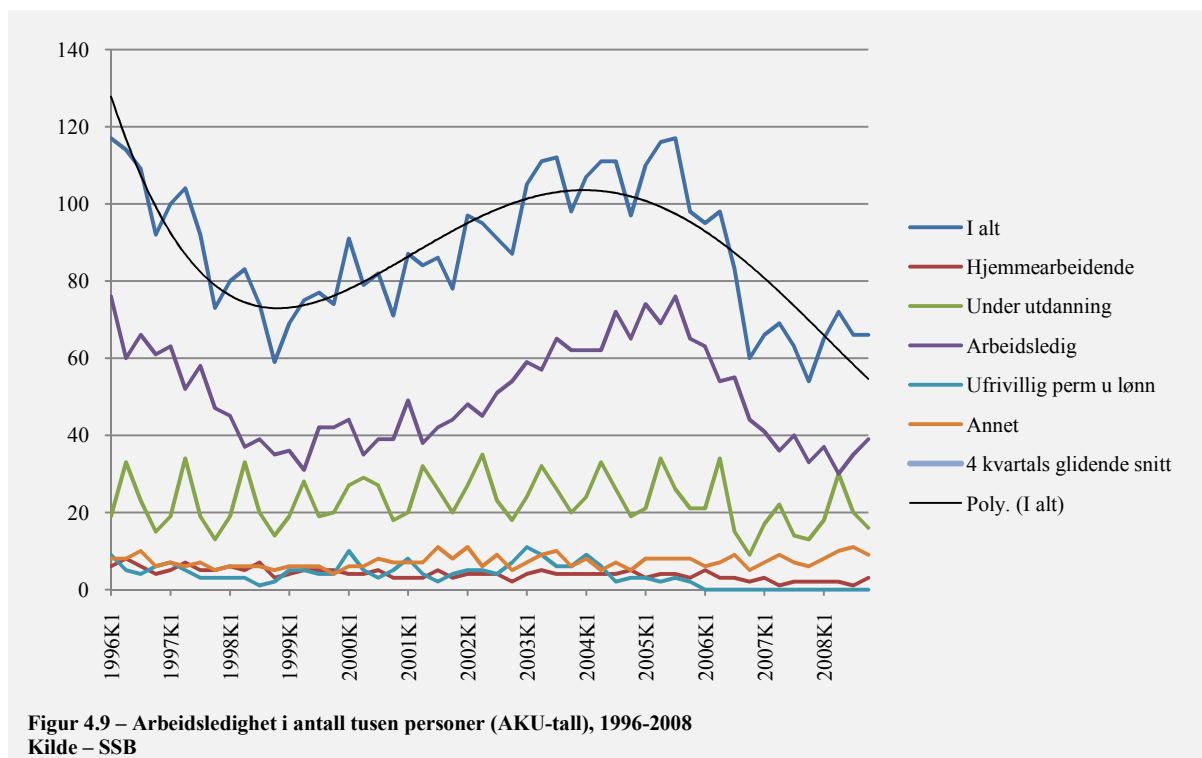


Beregningene viser at produksjonsgapet de siste årene har vært moderat, og betydelig *under* produksjonsgapet på slutten av 1980-tallet. Tilsvarende produksjonsgap eksisterte blant annet på slutten av 1990-tallet. Beregningene er imidlertid preget av endepunktsproblematikk, og de siste års produksjonsgap blir derfor *for lite*. Når tallene for konjunkturavmatningen kommer inn i datasettene, vil trendveksten justeres ned. Dermed vil produksjonsgapet øke. Samtidig har kapasitetsutnyttelsen vært så stor at det ikke har vært rom for særlig sterkere produksjonsvekst. Økonomien har stanget hodet i taket, hvilket har bidratt til å holde produksjonsgapet i sjakk. Sett i lys av informasjonen som forelå på beslutningstidspunktet, tilsa imidlertid produksjonsgapets størrelse en ekspansiv pengepolitikk.

4.5.3 Arbeidsmarkedet

For å kunne si noe mer om den faktiske kapasitetsutnyttelsen, vil jeg drøfte sysselsettings- og lønnsutviklingen de siste årene. Arbeidsledigheten (AKU) falt kraftig i siste oppgangskonjunktur, etter å ha utviklet seg svakt under nedgangskonjunkturen i 2002-2003, se Figur 4.9. I fjerde kvartal 2006 var samlet ledighet rundt 60.000 personer, noe av det samme vi hadde på slutten av 1990-tallet. I andre kvartal 2008 var ledigheten kommet opp på rundt 75.000 personer, og Statistisk Sentralbyrås prognoser antyder at antall ledige vil komme

opp i 125.000 personer i snitt i 2010-2011.¹⁶ Ved siden av at antall arbeidsledige har falt, har antall sysselsatte vokst *utover* reduksjonen i antall ledige. Arbeidsmarkedet har med andre ord absorbert langt flere arbeidstakere enn det ledighetstallene isolert sett tilsier.



I tillegg til de sterke arbeidsmarkedstallene, har enkelte næringer manglet kvalifisert arbeidskraft.¹⁷ Mangelen på arbeidskraft har som nevnt holdt produksjonen tilbake, hvilket i seg selv har bidratt til det moderate produksjonsgapet beskrevet ovenfor. Når kapasitetsutnyttelsen er høy, er det naturlig at lønnsveksten tiltar. Oppgangskonjunkturen har imidlertid vært preget av moderate lønnsoppgjør, men som det fremgår blant annet av Pengepolitisk Rapport 3/2007, tiltok reallønnsveksten nokså kraftig helt i slutten av perioden. At lønnsveksten tiltar i slutten av en oppgangskonjunktur er ikke uvanlig. Nominell lønnsvekst økte fra mellom to og fire prosent i 2003-2005 til mellom fem og seks prosent i 2007. Med svært lav inflasjon tilsvarer dette en sterk reallønnsvekst.

¹⁶ Statistisk Sentralbyrå, 2009a

¹⁷ NAV, 2007

4.6 Oppsummering

Norges Bank setter sin styringsrente på bakgrunn av et fleksibelt inflasjonsmål på 2,5 prosent. Basert på de vanligste målene for underliggende inflasjon har Norges Banks pengepolitikk vært i tråd med det man kan forvente seg fra sentralbanken i perioden mars 2001-2008. Norges Bank har rettet politikken sin inn mot en horisont for måloppnåelse på ett til tre år, og har kunnet observere at inflasjonen gradvis har beveget seg i retning målet. De kraftige deflatoriske impulsene fra importerte varer har bidratt sterkt til at Norges Bank lenge slet med å stimulere økonomien i så stor grad at inflasjonsmålet kunne nås innen den ønskede horisont. Dermed forble rentene svært lave en lengre periode enn sentralbanken selv hadde sett for seg.

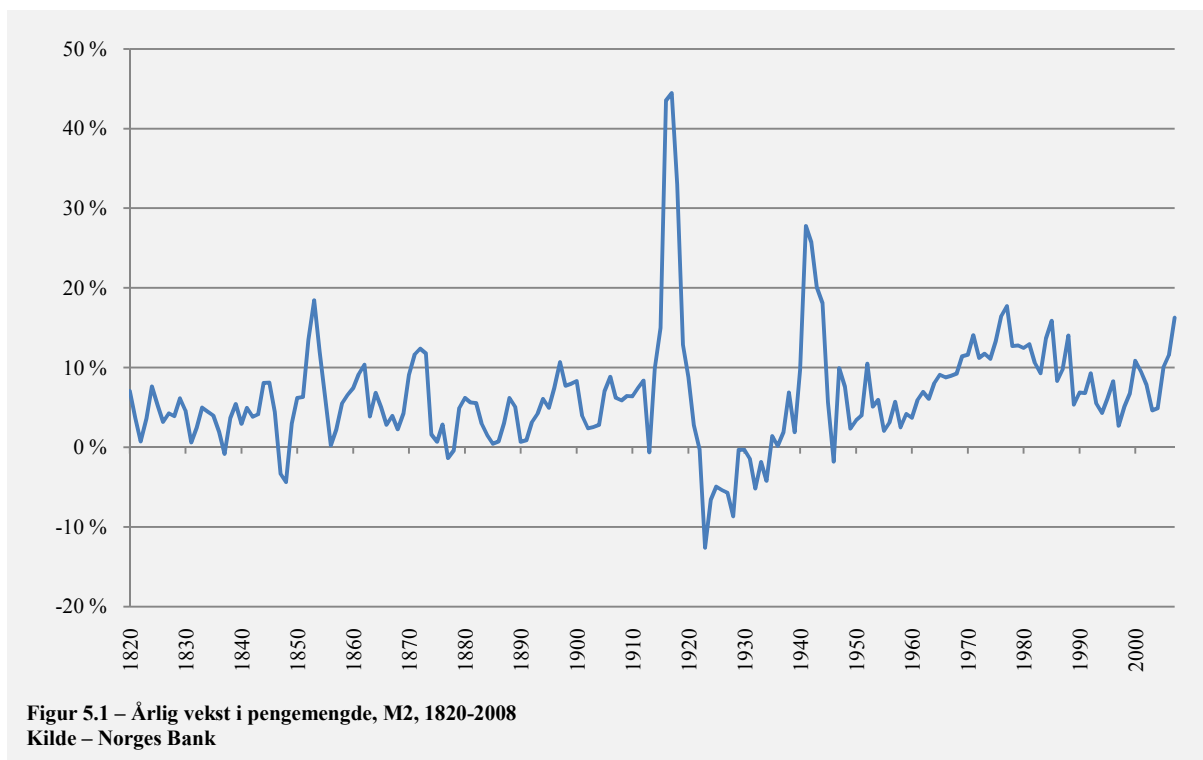
Produksjonsgapet har i perioden vært negativt, eller moderat positivt. Samtidig har presset i økonomien tiltatt. Jeg mener at det beregnede produksjonsgapet har vært for lite, det vil si presset i økonomien har vært sterkere enn produksjonsgapet tilsier. Andre indikatorer for kapasitetsutnyttelse understøtter imidlertid at presset har vært moderat: Arbeidsmarkedet har vært preget av sterk tilflyt av utenlandske arbeidstakere, men samtidig mangel på kvalifisert arbeidskraft i enkelte næringer. Nominell lønnsvekst har også vært moderat, med unntak av helt i slutten av oppgangskonjunkturen.

Jeg mener at inflasjonen og kapasitetsutnyttelsen under siste oppgangskonjunktur tilsier at Norges Bank har ført en fornuftig pengepolitikk. Spørsmålet er om andre indikatorer for tilstanden i økonomien har gitt andre signaler, og om Norges Bank har tatt disse til etterretning. I motsatt tilfelle kan sentralbanken ha bidratt til fremveksten av finansiell ustabilitet i Norge.

5 Pengemengden

5.1 Pengemengdevekst

Statistisk Sentralbyrå operer med tre ulike begreper for pengemengde, M0, M1 og M2.¹ M0 utgjør *basispengemengden*, det vil si beholdningen av seddel og mynt i sirkulasjon, samt bankenes innskudd i Norges Bank. Videre har vi *det smale pengemengdebegrepet*, M1, som i tillegg til basispengemengden består av innskudd på de aller mest likvide konti i forretnings- og sparebanker. Til sist er *det brede pengemengdebegrepet*, M2, gitt som summen av det smale pengemengdebegrepet og øvrige bankinnskudd, banksertifikater og andeler i pengemarkedsfond. M2 er det mest anvendte pengemengdebegrepet i norsk sammenheng, og benyttes blant annet av Norges Bank. Jeg legger det også til grunn for mine vurderinger i denne oppgaven.

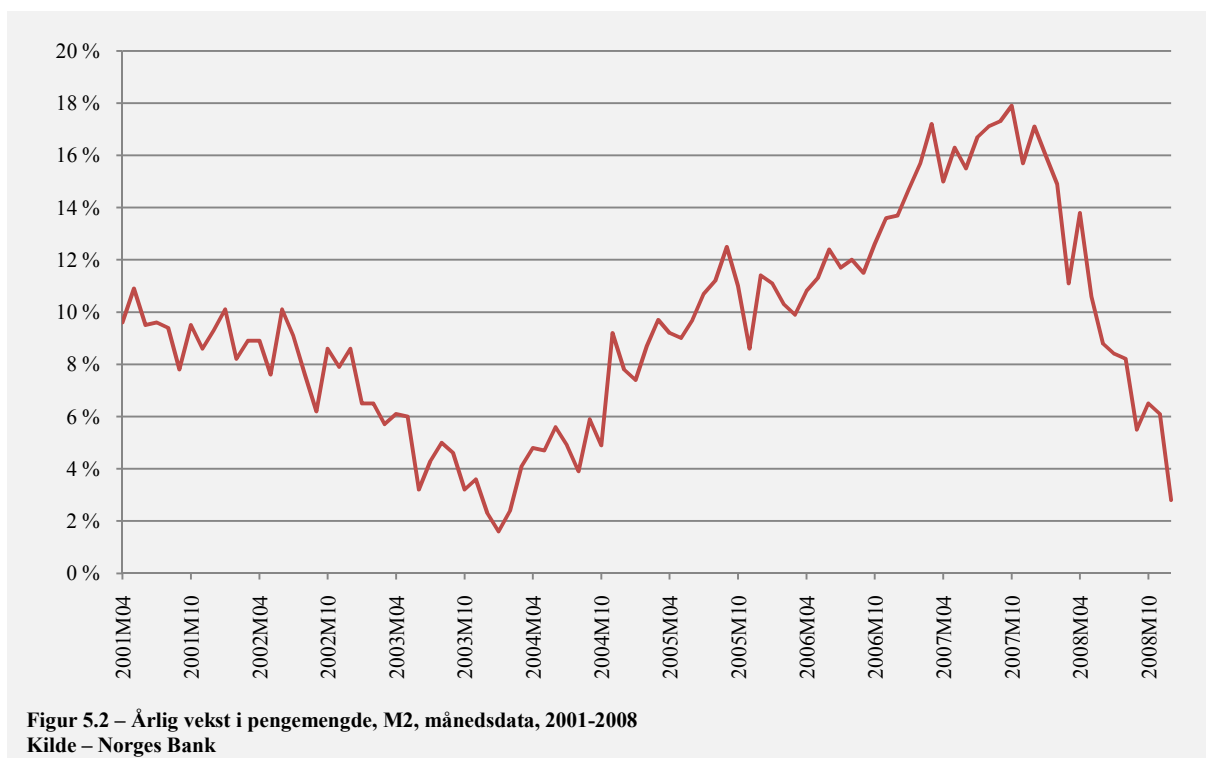


Figur 5.1 viser at pengemengdeveksten de siste årene er en av de sterkeste i fredstid noensinne.² Ved å isolere den siste oppgangskonjunktoren, se Figur 5.2, ser vi at veksten tiltok kraftig i 2004, på samme tidspunkt som renten var på sitt laveste nivå. I den kommende

¹ Statistisk Sentralbyrå, 2006a

² Klovland, 2004

perioden steg pengemengdeveksten betydelig helt frem til den internasjonale utviklingen snudde høsten 2007. I store deler av 2005, samt hele 2006 og 2007, var pengemengdeveksten tosifret. I tillegg var veksten over 15 prosent fra og med februar 2007 til og med januar 2008. Utover 2008 begynte veksten å avta.



Bare på 1970- og 1980-tallet har veksten i pengemengde vært noe tilsvarende. I begge tilfellene var veksten knyttet til *krisetider*. 1970-tallet var preget av svært høy inflasjon, og realøkonomisk vekst drevet av myndighetenes motkonjunkturpolitikk.³ 1980-tallet på sin side var preget av en betydelig strukturendring i penge- og kredittpolitikken, som kulminerte i bankkrisen 1987-1993. Den historisk kraftige veksten i pengemengde de siste årene tyder på at veksten ikke har vært langsiktig opprettholdbar. Det vil derfor være interessant å dra paralleller til de øvrige perioder med tilsvarende vekst i pengemengden.

Utviklingen i den norske økonomien på 1970-tallet var preget av høy inflasjon.⁴ I Norge var 1979 det året med lavest inflasjon, fem prosent, mens den sterkeste prisveksten kom i 1975 med tolv prosent. I perioden fra 1969 til 1980 vokste prisene tilsvarende 8,6 prosent årlig

³ Hodne og Grytten 2002, side 260-261

⁴ Grytten, 2004

vekst. Veksten i BNP var også betydelig. Kraftigst var imidlertid pengemengdeveksten, med over ti prosent årlig hvert år hele årtiet.⁵ Dette tilsvarer en årlig vekst på 13,2 prosent i perioden 1969 til 1980. Den høye inflasjonen var med andre ord sammenfallende med svært høy vekst i pengemengden.

Veksten i den norske realøkonomien skilte seg fra en svak internasjonal utvikling. Dette skyldtes den norske motkonjunkturpolitikken. Internasjonalt var imidlertid den sterke inflasjonen sammenfallende med lavere økonomisk vekst. Tilstanden i økonomien som kjennetegnes ved kombinasjonen av høy inflasjon og redusert vekst kalles stagflasjon, sammensatt av stagnasjon og inflasjon. Én av årsakene til den svake veksten var oljeprissjokkene i 1973 og 1979. Høsten 1973 økte prisen på olje fra tre til tolv dollar fatet, og i 1979 fra 14 til rundt 40 dollar fatet.⁶ Konsekvensene var de samme i begge tilfellene: En betydelig større andel av vestlig forbruk måtte gå til å dekke etterspørselen etter olje. Dermed fikk man en dreining vekk fra innenlandsk forbruk. Samtidig skapte oljeprisen kostnadssjokk for bedriftene og påfølgende inflasjon. Oljeprissjokkene skapte med andre ord to negative makroøkonomiske sjokk – redusert etterspørsel og en kostnadsøkning. De økte levekostnadene førte i neste omgang til krav om høyere lønn. Dette fikk dels store gjennomslag i Norge, hvor fagforeningene sto sterkt og forventningene til fremtidige oljeinntekter var høye. I tillegg ble det i Norge, som nevnt, ført en aktiv motkonjunkturpolitikk.

Troen på pengepolitikkenes evner var imidlertid overdreven, samtidig som tiltakene fra penge-, valuta- og finanspolitikken ikke alltid var godt nok koordinerte. Politikerne klarte ikke å styre økonomien ut av krisen. Dette bidro sterkt til liberaliseringen man så fra tidlig på 1980-tallet.

Den sterke veksten i pengemengden på 1970-tallet vedvarte inn på 1980-tallet, men avtok fra sine høyeste nivåer og kom ned på ni prosent i 1983. Inflasjonen var også høy, med seks til ni prosent i perioden 1983-1988. 1980-tallet var preget av en betydelig strukturendring i penge- og kredittpolitikken. Lenge var renten politisk satt, og ett av målene med den økonomiske politikken var *lav* rente. Dermed befant renten seg under markedslikevekten i store deler av

⁵ Klovland, 2004

⁶ Hodne og Grytten 2002, side 257 og 273

1980-årene. I tillegg ble det gjort lempinger i restriksjonene for å gi kreditt, hvilket medførte en kraftig vekst i bankenes utlån. Utlånet ble ytterligere stimulert ved et rentefradrag på 45 prosent i gjennomsnitt, og nærmere 70 prosent for dem med høyere inntekter.⁷ Den voldsomme kredittveksten førte med seg en sterk vekst i bolig- og eiendomsinvesteringene, en historie med klare paralleller til de siste års boligprisvekst.

Økonomien snudde gradvis allerede fra 1986. Fra desember 1985 til 1986 sank oljeprisen fra 40 dollar til under ti dollar fatet.⁸ I motsetning til på 1970-tallet fikk dette store konsekvenser for *inntektssiden* i Norge, som nå var blitt en oljenasjon. Finanspolitikken, som svingte i takt med oljeinntektene, ble kontraktiv. Samtidig fikk Norges Bank med Sentralbankloven av 1985 en mer selvstendig rolle, og styrte etter fast valutakurs. Presset på den norske kronen var på nedsiden, og renten ble derfor satt opp. Både penge- og finanspolitikken virket dermed prosyklisk. Det forsterket nedgangen i økonomien, og bidro til omfanget av bankkrisen 1987-1993.

De siste års sterke vekst i penge- og kredittvolum har klare likehetstrekk med særlig bankkrisen. Pengemengden har ikke vært tillagt særlig vekt fra sentralbankens side, hvilket er forenlig med et fleksibelt inflasjonsmålsregime. Jeg mener likevel at den kraftige, monetære ekspansjonen har vært et faresignal for økonomiens langsiktige stabilitet, synliggjort ved betydelig vekst i investeringene i bolig og eiendom. Boligmarkedet omtales for øvrig nærmere i kapittel 7.

5.2 Pengemengde og inflasjon

5.2.1 Kvantitetsteori

På lang sikt er det konsensus rundt en sterk korrelasjon mellom pengemengde og inflasjon.⁹ Variasjon i pengeetterspørselen og i den realøkonomiske veksten gjør imidlertid at samspillet mellom pengemengde og inflasjon fluktuerer betydelig på kort sikt. Vi kan sette opp følgende lille modell:¹⁰

⁷ Skånland, 1996

⁸ Hodne og Grytten, 2002, side 273

⁹ McCandless & Weber, 1995

¹⁰ McCandless & Weber, 1995

Antar følgende sammenheng:

$$M * V = P * Y \quad (1)$$

Vi har at M står for Pengemengde, V for omløpshastighet (mål på pengenes sirkulasjon i økonomien), P for inflasjon og Y for produksjon. Ved å ta logaritmen til hver av variablene og deretter derivere med hensyn på tid får vi uttrykket på additiv vekstform:

$$\ln M + \ln V = \ln P + \ln Y \quad (2)$$

$$\frac{d \ln M}{dt} + \frac{d \ln V}{dt} = \frac{d \ln P}{dt} + \frac{d \ln Y}{dt} \quad (3)$$

Vi definerer prosentvis vekst for variabel x :

$$x = \frac{d \ln X}{dt} \quad (4)$$

Som gir:

$$m + v = p + y \quad (5)$$

Vi har da at m, v, p og y representerer prosentvis vekst fra en periode til den neste, for henholdsvis pengemengde, omløpshastighet, prisnivå og produksjon. I teorien antar man gjerne at omløpshastigheten er konstant, og at realøkonomien vokser med en trendvekst basert på tilbudssideforhold, kall dem henholdsvis g_v og g_y . Hvis så var tilfelle ser vi at også sammenhengen mellom pengemengdevekst og inflasjon ville være klart definert – da ville pengemengdevekst være gitt ved inflasjon pluss trendveksten i realøkonomien.

Når pengemengden vokser raskere enn den naturlige vekstraten i realøkonomien, tilsier modellen at det gir seg utslag i økt inflasjon. Det er imidlertid flere grunner til at dette ikke nødvendigvis skjer i praksis. For det første kan en ustabilitet i pengemengdeetterspørselen

innebære at publikum ønsker å oppjustere pengemengden i sine balanser. I en slik situasjon når ikke pengemengden ut i det økonomiske kretsløpet, hvilket innebærer at de ikke fører til prispress. Vi kan se nærmere på dette ved å utvide modellen. Vi antar en realetterspørsel etter penger gitt som en funksjon av inntekter og renter:¹¹

$$\frac{M}{P} = L(Y, i) \quad (6)$$

Lavere renter vil tilsi at et nyttemaksimerende individ gjør en intertemporal avveining som heller mot konsum i dag fremfor i fremtiden; lave renter innebærer at det fremstår mindre attraktivt å plassere penger i banken for å spare til fremtidig forbruk, ettersom de kaster mindre av seg. Da blir det relativt mer lønnsomt å bruke dem i dag. Foruten å øke forbruket vil individet muligens søke å endre porteføljen sin, ved å øke sin andel ikke-monetære investeringer. Økt inntekt på sin side innebærer at individet ønsker å holde mer penger, og samtidig vil spre inntektsøkningen utover livsløpet, dvs. spare deler av den og forbruke deler av den. Ønsket om økt forbruk fører til større etterspørsel etter penger til dekning av forbruket. I tillegg vil prisnivået påvirke pengeetterspørselen, fordi konsumenten må øke pengemengden tilsvarende inflasjonen for å kunne opprettholde et gitt nyttenivå.

Videre kan vi se på hva som skjer med omløpshastigheten når pengemengden vokser. Gitt modellen har vi at:

$$V = \frac{P * Y}{M} \quad (7)$$

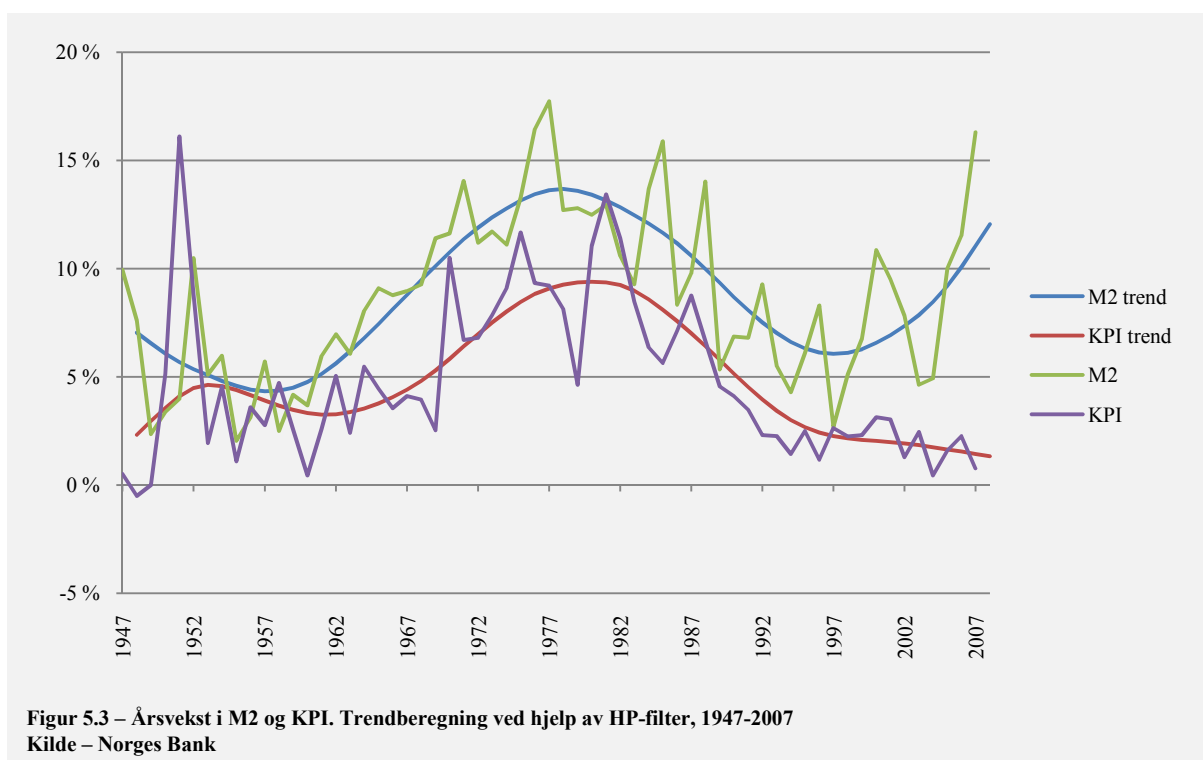
$$V = \frac{P * Y}{P * L(Y, i)} = \frac{Y}{L(Y, i)} \quad (8)$$

Vi ser at en økning i pengemengden vil føre til at omløpshastigheten faller, alt annet like. I modellen vil dette innebære at hvis konsumentene øker sin etterspørsel etter penger, absorberes en del av pengemengdeveksten gjennom lavere omløpshastighet. Dette bidrar til å redusere prispresset.

¹¹ Abel, Bernanke og McNabb, 1998, side 236-245

5.2.2 Observert korrelasjon mellom pengemengde og inflasjon

Sammenhengen mellom penger og inflasjon har vært mye diskutert i økonomisk faglitteratur. Det sentrale, pengepolitiske målet i fremtredende, økonomisk teori er lav og stabil inflasjon, utledet av det overordnede målet om å opprettholde pengenes verdi. Inflasjon er et rent pengemessig fenomen.¹² Derfor anbefalte Milton Friedman pengemengde som styringsverktøy i den økonomiske politikken. I dagens inflasjonsmålsregimer har imidlertid penger *ingen* eksplisitt rolle, med unntak av Den Europeiske Sentralbank.¹³ Bakgrunnen for fraværet av penger i pengepolitikken ligger i den uklare sammenhengen mellom penger og inflasjon. Grunnleggende kvantitetsteori predikerer en enkel sammenheng mellom de to størrelsene. Empirisk holder denne imidlertid bare på lang sikt. Den uklare sammenhengen mellom penger og inflasjon på kort sikt, gjør at inflasjonen ikke nødvendigvis kan kontrolleres ved å gå via pengemengden. Pengemengden innehar dermed bare en *implisitt* rolle i pengepolitikken.



Ser vi på norske data, viser Figur 5.3 tydelig korrelasjon i den langsiktige trenden for pengemengdevekst og inflasjon. På kort sikt er svingningene derimot store. I tillegg utvikler

¹² Friedman, 1968

¹³ Kahn og Benolkin, 2007

de langsiktige trendene seg i hver sin retning helt på slutten av tidsserien. Den høye pengemengdeveksten vil i utgangspunktet gi seg utslag i økt inflasjonspress på lengre sikt. De siste årenes inflasjon har imidlertid vært svært lav. Spørsmålet er hvorfor utviklingen i pengemengde overhodet ikke har vært sammenfallende med inflasjonen de siste årene. Jeg vil drøfte spørsmålet ut i fra pengeetterspørselen, hvor inflasjon, realinntekt og renter er sentrale stikkord.¹⁴

5.3 Redusert etterspørsel etter penger

5.3.1 Lav inflasjon

De siste årenes lave inflasjon tilsier lav vekst i pengeetterspørselen. Ved å anta en konstant realetterspørsel etter likvide midler, vil den nominelle pengeetterspørselen utvikle seg proporsjonalt med prisnivået. Forutsetningen om konstant realetterspørsel innebærer et ønske om en pengebeholdning som til enhver tid tilsvarer en jevn kjøpekraft. Prisutviklingen er dermed en svært viktig kilde til endringer i pengeetterspørselen. Det er et klart argument for lav vekst i etterspørselen etter penger de siste årene. I tillegg er det knyttet en inflasjonsrisiko til å holde penger. Inflasjonsforventningene har imidlertid vært solid forankret i markedet de siste årene, blant annet understreket fra Norges Banks side:

”For Norge har inflasjonsforventningene for 2004 og 2005 fortsatt å falle i takt med observert lav prisvekst hittil i år. Ifølge Consensus Forecasts ventes det nå en vekst i KPI i Norge på 0,6 prosent i 2004 og 2,0 prosent i 2005.”¹⁵

Videre understrekes det at de langsiktige inflasjonsforventningene ligger tett opptil inflasjonsmålet. Inflasjonsrisikoen må derfor anses å være lav. Det tilsier en stabil pengeetterspørsel.

5.3.2 Økt kjøpekraft

Sterk vekst i realinntekten har økt husholdningenes etterspørsel etter penger. Til tross for moderat nominell lønnsvekst, har lave renter og lav prisvekst gitt solid *kjøpekraftsvekst*. I tråd

¹⁴ Abel, Bernanke og McNabb, 1998, side 236-245

¹⁵ Norges Bank, 2004b, side 48-49

med teorien om konsumglatting¹⁶, vil den økte kjøpekraften gi seg utslag både i økt forbruk og i økt sparing eller investering. Tall for detaljomsetningen viser kraftig tolv måneders vekst som tiltok utover i oppgangskonjunktoren. Spesielt gjennom 2006 og 2007 var økningen sterk, og den nådde et tosifret nivå i 2007. På den andre siden falt sparingen fra 2005 til 2006 til nivåer rundt null, og var tidvis negativ. Tallene viser at inntektsøkningen i husholdningene har gått til forbruk fremfor sparing.

Økt forbruk fører til økt etterspørsel etter penger fordi husholdningene øker behovet for likvide midler. Denne effekten er imidlertid antatt å være underproporsjonal, ettersom det i velutviklede økonomier finnes moderne betalingsløsninger som reduserer pengebehovet. Forbruksøkningen representerer et positivt etterspørselssjokk. Med økt etterspørsel følger økt produksjon i bedriftene, økt etterspørsel etter arbeidskraft og tiltakende lønnsvekst - presset i økonomien tiltar. Dette vil på sikt føre med seg inflasjon.

5.3.3 Lave renter

Sentralbankenes renter har vært svært lave de siste årene, som følge av lav inflasjon. Sentralbanken styrer de korte rentene i pengemarkedet. De lange rentene har imidlertid også vært lave, som en følge av den asiatiske eksportveksten omtalt i kapittel 4.4.1. Eksporten til vestlige land førte til voldsom innflyt av kapital til Asia, penger som ble kanalisert tilbake til Vesten, først og fremst USA. Kapitaltilgangen ble så god at pengemarkedene ble oversvømt av langsiktig kapital. Dermed falt de lange rentene til svært lave nivåer. Det lave rentenivået tilsier at aktørene foretar en intertemporal avveining av konsum i dag relativt til i fremtiden, ettersom alternativkostnaden er liten. Dermed øker etterspørselen etter penger.

Porteføljeteori tilsier på den annen side at de lave rentene har redusert etterspørselen etter penger. Dersom vi antar to markeder med konstant risiko og likviditet, et for pengeplasseringer og et for alternative plasseringer, så vil den relative avkastningen mellom disse markedene bestemme etterspørselen etter penger. Økt rente i pengemarkedene vil, alt annet like, føre til økt etterspørsel etter penger. Samtidig vil økt avkastning i alternative markeder, renten på ikke-monetære eiendeler, føre til redusert etterspørsel etter penger. De

¹⁶ Steigum, 1993

siste årenes lave renter er et klart argument for en reduksjon i pengeetterspørselen de senere år.

Porteføljeeffekten må i tillegg ventes å være større enn den intertemporale effekten omtalt i avsnittet over. Etterspørselsøkningen har blitt forsterket av veksten i aksje- og boligmarkedet, som ytterligere har økt differansen mellom avkastningen i pengemarkedene og alternative markeder.

Svært lav inflasjon og lave pengemarkedsrenter har ført til redusert etterspørsel etter penger de siste årene. Sterk forbruksvekst har bidratt i motsatt retning, men det er ikke grunn til å tro at det har kunnet veie opp for de to førstnevnte faktorer. Tilgangen på penger har imidlertid vært god. Investorene har derfor måttet gå nye veier for å oppnå forventet avkastning. I praksis har de søkt seg til andre markeder enn pengemarkedene, først og fremst aksje- og eiendomsmarkedet. Utviklingen på børsen og i boligmarkedet gjenspeiler dette.

6 Kredittvekst

Statistisk sentralbyrå beregner tre ulike kredittindikatorer, K1, K2 og K3.¹ K1 tilsvarer innenlandsk kreditt i norske kroner, mens K2 i tillegg omfatter innenlandsk kreditt i utenlandsk valuta. K3 er samlet kreditt i alt, både fra innenlandske og utenlandske kilder, i norske kroner og utenlandsk valuta. K2 er den sentrale kredittindikatoren, som i størst grad benyttes ved analyser av kredittveksten. Denne er nært knyttet til pengemengdeveksten. De to størrelsene omtales gjerne i samme åndedrag – penge- og kredittmengden.

Veksten i aggregert kreditt har vært høy i Norge de siste årene. Det er sammenfallende med den sterke veksten i pengemengden. Fremfor å vurdere *størrelsen* på kredittveksten, vil jeg legge vekt på *sider* ved den, for å vise hvordan kredittmarkedene har kanalisert den økte pengemengden til ulike deler av økonomien. Konkret vil jeg ta for meg tilbudssideforhold i kredittsektoren og boliglånsmarkedet. Diskusjonen av kredittveksten vil delvis basere seg på det amerikanske markedet. Det er det to årsaker til: For det første er det norske finansmarkedet en del av et globalisert finansmarked, og norske bankers andel av markedsfinansiering i utenlandsk valuta har økt.² For det andre var utgangspunktet for krisen i økonomien en kredittkrise i nettopp USA.

6.1 Tilbudssideforhold i kredittsektoren

6.1.1 Verdipapirisering av subprimelån

Subprime er et begrep fra det amerikanske boliglånsmarkedet, og refererer til utlån til kunder som ikke ville fått lån etter tradisjonelle betingelser.³ Årsakene til dette kan for eksempel være svak betalingshistorie, lav inntekt eller høy låneandel i forhold til pantets verdi. Lån i denne kategorien gis gjerne med spesielle betingelser, som kan innebære avdragsfrihet, ekstra lav rente i lånets første periode og refinansiering til gunstige betingelser. Gunstig refinansiering gjorde at låntakerne hadde en reell mulighet til å betjene lånet, men da boligprisene snudde forsvant denne muligheten. Dette er en av grunnene til at fallet i boligprisene i USA fikk så alvorlige konsekvenser.

¹ Statistisk Sentralbyrå, 2006b

² Norges Bank, 2008d, side 16

³ Sengupta og Emmons, 2007

Subprime er et ikke mer enn 50 år gammelt fenomen. Omfanget av det har økt vesentlig de siste årene. Det som har gjort subprime til et alvorlig problem for verdensøkonomien er den kraftige veksten i verdipapirisering av boliglån – et viktigere fenomen enn subprime i seg selv. Verdipapirisering av boliglån innebærer at bankene setter boliglånsporteføljene ut til kredittforetak. Disse kredittforetakene restrukturerer lånene og setter dem sammen i obligasjoner som får ulik klassifisering, rating, hos ratingbyråene. Denne prosessen har gått gjennom flere ledd, slik at boliglånene dels har vært splittet opp og pakket sammen til det ugjenkjennelige. Denne praksisen har bidratt både til å spre og skjule risiko. Verdipapirer basert på det amerikanske boligmarkedet er solgt til aktører over store deler av verden, også i Norge.

6.1.2 Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF)

I en forskrift som trådte i kraft 1. juni 2007 åpnet Finansdepartementet for verdipapirisering av norske boliglån. Dette kunne skje i form av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF). Kravene til disse obligasjonene gjør at lånene som pakkes i en slik obligasjon er bankens sikreste andel av låneporteføljen. Blant annet kan bare lån innenfor et verdigrunnlag på 75 prosent av boliglån og 60 prosent for andre eiendomslån legges til grunn for en obligasjon. I tillegg er det, som navnet tilsier, sånn at obligasjonseierne har en fortrinnsrett i boet ved en eventuell konkurs.⁴ Bakgrunnen for ordningen med disse obligasjonene lå i bankenes ønske om gunstig finansiering av fortsatt utlånsvekst, i en periode hvor innskuddene ikke lenger kunne dekke denne veksten. OMF er et helt ferskt fenomen i Norge, og ligger i så måte ikke til grunn for den utlånsveksten vi har sett de siste årene. At den åpnet for fortsatt sterk kredittvekst er åpenbart, men allerede høsten 2007 begynte de norske boligprisene å falle. Dermed korrigerer kredittveksten naturlig ned.

6.2 Boligprisvekst og finansielle innovasjoner

Boligprisene var i 2008 over fire ganger så høye som i 1992.⁵ Finansielle innovasjoner har åpnet opp for unge førstegangsetablerere med svært begrenset egenkapital. Produkter som førstehjemslån og fullfinansiering har i kombinasjon med avdragsfrihet og økt nedbetalingstid gjort det mulig å betjene større lån. Samtidig har kraftig prisvekst muliggjort gunstig

⁴ Finansdepartementet, 2007

⁵ Eitrheim og Erlandsen, 2004

refinansiering, eventuelt en skattefri gevinst ved salg av boligen. Boligbyggingen har også tilpasset seg den nye gruppen kjøpere; leiligheter har stått for en stadig større andel av nybygg, samtidig som leilighetene har blitt mindre.⁶ Mindre enheter har redusert den absolutte prisen og gjort det mulig for stadig flere å gjøre sin entré i boligmarkedet – samtidig som kvadratmeterprisen har steget kraftig. I andre enden av boligmarkedet har de veletablerte, gjerne eldre boligeierne fått muligheten til å ta opp såkalte rammelån – fleksible lån basert på en gitt andel av boligens (pantets) verdigrunnlag. Rammelån skiller seg fra de andre finansielle innovasjonene ved at de gis til låntakere som allerede eier en bolig, samtidig som de er myntet på forbruk, og ikke nødvendigvis boligkjøp.

Førstehjemslån er et boliglån spesielt tilpasset den som kjøper sin første bolig. Den kanskje viktigste egenskapen ved et førstehjemslån er at det åpner for å gi bankens beste rente for beløp inntil 100 prosent av boligens verdi. Mens bankens beste renter tradisjonelt har vært forbeholdt lånebeløp inntil 60 prosent, åpner førstehjemslån for svært gunstig finansiering også for unge i etableringsfasen. Førstehjemslån gjør det reelt billigere å låne for boligkjøpere med begrenset eller ingen egenkapital. Mange av dem som tar opp førstehjemslån har gjerne liten eller ingen inntekt, og vil i så måte kunne oppleve det som vanskelig å betjene lånet i startfasen. I den forbindelse er det særlig to løsninger som kan bøte på problemet, tilbud som ikke utelukkende har gått til kunder med førstehjemslån: Avdragsfrihet og økt løpetid.

Avdragsfrihet innebærer at låntaker i en gitt periode på for eksempel tre eller fem år, kun betaler renter på lånet. På den måten reduseres terminbeløpet ganske kraftig. På den annen side reduseres ikke lånets størrelse i den avdragsfrie perioden, og dermed heller ikke renteutgiftene. På kort sikt kan det imidlertid gi et pusterom i påvente av økte inntekter. Økt løpetid bidrar også til å redusere lånets terminbeløp ved at avdragene spres over flere år. I motsetning til førstehjemslån vil både avdragsfrihet og økt løpetid *skjerpe* kostnadene ved lånet på lang sikt, på tross av at det kan være gunstig på kort sikt. Dermed kan disse produktene, ved feil bruk, initiere kjøp av en bolig som kjøper i realiteten ikke har råd til.

⁶ Statistisk Sentralbyrå, 2008b

Tall fra kredittilsynets boliglånsundersøkelser viser at bruken av avdragsfrihet har tiltatt.⁷ I 2006 lå den på 25 prosent for låntakere under 25 år, og enda høyere for dem over 67 år. Denne observasjonen er sammenfallende med veksten i bruk av førstehjemslån og rammelån, ettersom det for gruppene som ligger mellom det yngste og det eldste intervallet er klart mindre bruk av avdragsfrihet. Med hensyn til løpetid viser kredittilsynets boliglånsundersøkelse fra 2008 en tydelig stigende trend i løpetid for alle belåningsgrader. Samtidig har også finansieringsgraden økt gjennom oppgangskonjunkturen. Andelen lån innenfor 80 prosent av verdigrunnlaget faller, mot en stigning i andelen lån over 80 og 100 prosent av verdigrunnlaget. Den økte løpetiden innebærer at lånet blir enklere å betjene med tanke på likviditet.

Observasjonene fra kredittilsynets boliglånsundersøkelser, som er gjengitt i det foregående avsnittet, viser at markedet for boliglån har vært i kraftig vekst og at terskelen for å få lån ble redusert i perioden 2003-2007. Ved at en større gruppe av befolkningen får tilgang på boliglån, belåningsgraden har økt og betalingsplanene er tilpasset sånn at hver låntaker kan betjene et større lånebeløp, har boliglånsmarkedet bidratt til veksten i boligprisene. Samtidig er det sannsynlig at den sterke boligprisveksten har bidratt til at bankene har lempet på kravene til låntakers soliditet. Det er derfor sannsynlig at disse to markedene har utviklet seg i en oppadgående spiral.

Veksten i boliglånsmarkedet de siste årene har gjort boligeiere mer sårbare ovenfor både renteøkninger og reduserte boligpriser. Et litt særnorsk fenomen som bidrar i samme retning, er den svært beskjedne bruken av fastrentelån. Tall fra Norges Bank viser at andelen lån tatt opp med fast rente har falt til godt under ti prosent i 2006 og 2007.⁸ Dermed vil låntaker selv måtte bære hele kostnaden ved en renteøkning. I utgangspunktet skal det ikke være problemer knyttet til å ha flytende rente, så lenge låntaker og banken har kalkulert med tilstrekkelige svingninger. Et poeng i så henseende er at i en periode med historisk lave renter, og tilhørende positiv utvikling i boligprisene, kunne boligkjøperne få tilgang på svært gunstige boliglån. Hvorvidt de på forhånd annonserte renteøkningene fra Norges Bank ble godt nok ivaretatt i bankenes og låntakernes beregninger, er vanskelig å vurdere. Det er nærliggende å tro at

⁷ Kredittilsynet, 2006-2008

⁸ Norges Bank, 2007

sentralbanksjefens beskrivelse av et euforisk boligmarked også passet for bankenes beslutningstakere.⁹ En vurdering av bankenes selvstendige rolle ligger imidlertid utenfor de grenser jeg har trukket opp for denne utredningen.

⁹ Gjedrem, 2007

7 Boligprisene

Boligprisveksten de siste årene fanges opp uavhengig av hvordan man måler boligprisene. Forskjellige metoder kan imidlertid gi forskjellige svar på hvorvidt veksten har vært i tråd med fundamentale forhold, eller om veksten gjenspeiler en boligprisboble. De *nominelle* boligprisene har etter mitt syn begrenset informasjonsverdi. Grunnen til det er at de nominelle prisene ikke sier noe om boligprisenes samspill med den generelle prisveksten. Jeg finner det derfor naturlig å beregne de reelle boligprisene. Det har jeg gjort ved å deflatere boligprisene med konsumprisindeksen, basert på Norges Banks historiske data.¹ Press i eiendomsmarkedet er ofte sammenfallende med sterke oppgangskonjunkturer og tilhørende inflasjon. De siste årenes lave inflasjon gjør det derfor ekstra interessant å drøfte realboligprisene i et historisk perspektiv. I tillegg analyserer jeg boligprisene i forhold til trend (HP-filter) og i forhold til fundamentale forhold (P/R).

7.1 Historiske priser

Realboligprisene viser først og fremst en svært tydelig prisoppgang de siste årene, se Figur 7.1. Prisstigningen er langt større enn i forkant av Kristiania-krise fra 1899-1905² og bankkrisen fra 1987-1993³. Disse to periodene fremgår også relativt tydelig. Til å begynne med vil jeg kort drøfte bakenforliggende årsaker og den økonomiske situasjonen i forkant av de to nevnte boligpriskrakkene. På den måten kan jeg dra paralleller til de siste års økonomiske utvikling.

Kristianiakrisen var et resultat av dårlig økonomisk politikk og strukturelle endringer i samfunnet på 1890-tallet. For det første fikk man en omlegging fra kvotientsystem til differansesystem i 1892.⁴ Differansesystemet frigjorde pengemengden fra gullreservene, ved at Norges Bank kunne utstede en viss mengde udekkede sedler. Pengemengden økte med 64 prosent fra 1892 til 1900. Samtidig var rentene fallende, og antallet banker og utlånsvolum steg raskt i 1890-årene. Både penge- og finanspolitikken virket dermed ekspansivt. I tillegg pågikk det en markedstilpasning i jordbruket, hvor økt produktivitet frigjorde arbeidskraft til

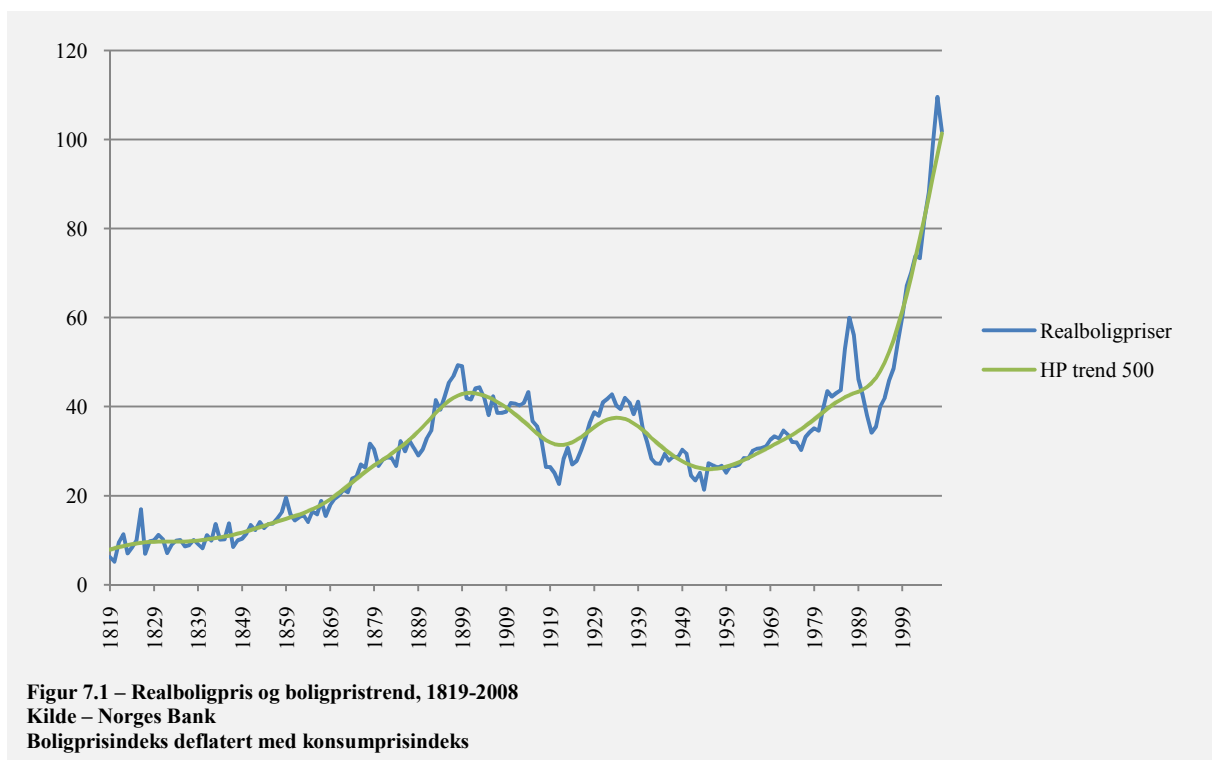
¹ Eitrheim og Erlandsen, 2004 og Grytten, 2004

² Hodne og Grytten, 2000, side 235

³ Hodne og Grytten, 2002, side 276

⁴ Hodne og Grytten, 2000, side 219-200

industrien. Dette skapte en flyttestrøm til byene. På toppen av det hele kom det i 1893 en ny boliglov, som medførte strengere regulering av boligbyggingen i byene. Boligloven skulle imidlertid ikke tre i kraft før i år 1900, hvilket skapte en kraftig byggeboom i forkant av lovendringen. Resultatet av alle disse vekstimpulsene for boligmarkedet i byene var en kraftig overekspansjon og påfølgende boligprisfall, bankkrise og nedgangskonjunktur. En viktig observasjon er at det i forkant av krisen var en kraftig monetær ekspansjon og utlånsvekst. Det er også viktig å notere seg at boligprisveksten, som utviklet seg til en klassisk boligprisboble, sammenfalt med en sterk høykonjunktur.



Bankkrisen fra 1987-1993 var før dagens krise den siste store krisen i norsk økonomi. Også i forkant av denne krisen foregikk liberalisering av kredittpolitikken. Liberaliseringen i seg selv var imidlertid ikke eneste årsak til krisen: Det var en rekke motstridende mål for den økonomiske politikken. Samtidig med liberaliseringen av kredittnæringen var det pengepolitiske målet lav rente. Ved siden av målet om lav rente ønsket myndighetene sterk økonomisk vekst, full sysselsetting, lav prisstigning og et konkurransedyktig norsk næringsliv. Den høye oljeprisen tidlig på 1980-tallet åpnet for en ekspansiv penge- og finanspolitikk i allerede gode tider. Resultatet ble at den økonomiske politikken virket prosyklisk, det vil si den forsterket konjunkturutslagene.

Som beskrevet i kapittel 5.1, snudde konjunktorene i 1986 og 1987, blant annet som følge av et kraftig fall i oljeprisen. Den fallende oljeprisen gjorde det statsfinansielle handlingsrommet betydelig mindre. I kombinasjon med at Norges Bank måtte forsvare den norske kronens verdi gjennom høy rente, fikk vi igjen en prosyklisk penge- og finanspolitikk. Dermed bidro myndighetene først til å skape krisen, deretter til å forsterke og forlenge den. Samlet resulterte dette i et kraftig boligprisfall, en alvorlig bankkrise og stagnasjon i BNP.

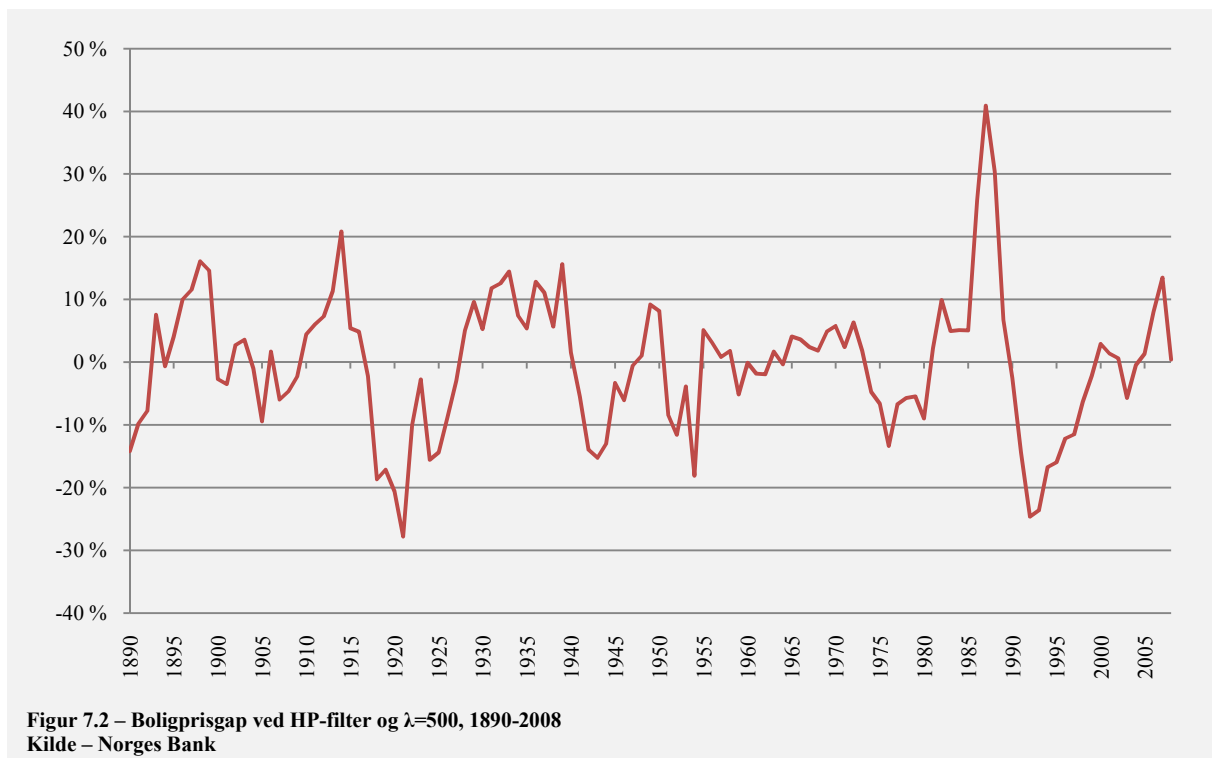
Hvis vi sammenlikner boligprisoppgangen fra 1992 til 2007 med de to nevnte perioder har vi følgende: Fra 1889-1898 steg de reelle boligprisene med 70 prosent, en årlig vekstrate på seks prosent over ni år. Videre har vi at de reelle boligprisene nesten fordoblet seg fra 1978 til 1987, hvilket tilsvarer en årlig vekstrate på åtte prosent, også det over ni år. Til sist har vi at fra 1992, da prisene bunnet ut etter bankkrisen, steg boligprisene med hele 321 prosent i reelle termer frem til 2007. Over en femtenårsperiode tilsvarer dette åtte prosent i året. Veksten de siste årene har med andre ord vært både *lengre og sterkere* enn i de perioder som endte med boligkrakk, bankkrise og svak vekst i realøkonomien.

Tilstanden i økonomien de siste årene er på mange måter sammenfallende med den vi har sett i de to andre periodene. Spesielt er det viktig å merke seg at penge- og kredittveksten har spilt en svært viktig rolle i alle de tre tilfellene, og at det har vært sterk høykonjunktur. Inflasjonen de siste årene har i tillegg vært svært lav, hvilket ytterligere forsterker den reelle prisstigningen. Basert på den historiske drøftingen, ser jeg ingen åpenbar grunn til at boligprisene skulle ha utviklet seg så kraftig de siste årene. Den historiske sammenlikningen argumenterer i så måte klart for at boligprisutviklingen de siste årene er en boble.

7.2 Trendberegninger for boligprisen

Ved å analysere trenden i boligprisene ønsker jeg å teste om boligprisene de siste årene avviker sterkt fra trenden. Som nevnt benytter jeg HP-filer på realboligpriser tilbake til 1819. Vanlig praksis for årlige data er λ mellom 25 og 200.⁵ Jeg velger imidlertid å benytte $\lambda = 500$, ettersom det er relativt stor treghet i boligprisene.

⁵ Frøyland og Nymoen, 2000



De siste års boligprisgap fremstår svært moderat i Figur 7.2, og var i tillegg negativt helt frem til og med 1999. Deretter fikk vi en kort periode med positivt avvik, før det igjen snudde under null i 2003 og 2004, etter den svake konjunkturutviklingen i 2002 og 2003. Fra og med 2005 har boligprisgapet vært positivt, med topp i 2007, da boligprisene var overvurderte med mellom 13 og 14 prosent. Beregningene er imidlertid preget av endepunktproblematikk: Filterets egenskaper gjør at den voldsomme veksten helt frem til 2007 i stor grad tilskrives en økning i trendveksten. Dermed er boligprisene tilsynelatende ikke overvurdert i særlig stor grad.

I forkant av Kristianiakrisen var boligprisgapet på 15 prosent, og foran bankkrisen på hele 41 prosent, langt større enn foran dagens krise. For Kristianiakrisen og bankkrisen er anslagene også relativt sikre. Verdien av analysen for de siste årene fremgår imidlertid først når vi ser hvordan boligmarkedet utvikler seg *fremover*. Hvis den negative trenden fortsetter, og prisene faller videre, vil også trenden bli nedjustert – dermed øker prisgapet. I motsatt tilfelle, hvis de positive tendensene fra første kvartal 2009 fortsetter, og boligprisene stiger, vil også trenden oppjusteres – da reduseres prisgapet ytterligere. På bakgrunn av de historisk høye realboligprisene anser jeg det som sannsynlig at boligprisene vil komme ytterligere ned. Mine

trendberegninger tilsier derfor at boligprisene har vært overvurderte, og har vokst til å bli en boble.

7.3 P/R-analyse av boligmarkedet

7.3.1 Teori for sammenhengen mellom pris og fortjeneste

Den påfølgende analysen av boligmarkedet baserer jeg på forholdstallet mellom pris og fortjeneste, eller bare P/E, av engelske price/earnings. For boligmarkedet sin del benyttes forholdet mellom boligpriser og leiepriser. Dette forholdstallet kalles gjerne pris/leie koeffisienten, eller P/R fra engelske price/rent. P/E er i utgangspunktet et mål på prisen for en aksje, dividert med fortjeneste per aksje i det samme selskapet.⁶ Teoretisk sier verdien hvor mye en investor er villig til å betale per krone i fortjeneste i selskapet. Implisitt er selskapets fremtidige inntjening diskontert inn i aksjekursen. Ergo reflekterer P/E markedets forventning med hensyn på selskapets fremtidige vekstmuligheter. For boligmarkedet kan man tenke i liknende baner. Etersom P/R representerer det fremtidige forholdet mellom boligpris og leieinntekter, vil den forventede relative veksten i boligpriser i forhold til leiepriser gjenspeiles i endringer i P/R.

Sterkere boligprisvekst betyr, alt annet like, at det blir mer lønnsomt å *eie* bolig. Dermed øker etterspørselen etter kjøpte boliger, relativt til leide boliger. Da vil boligprisene stige, og P/R likeså. Sammenlikning av P/R over tid gir et bilde av historisk boligprisvekst, og kan bidra til å avdekke bobler. Drøfting av fundamentale forhold som tilsier at det bør skje en endring i P/R må også tillegges vekt i en slik analyse. De fundamentale forholdene kan også tallfestes, i form av en fundamental P/R. Dette forholdstallet gjenspeiler hvordan faktisk P/R *bør* utvikle seg i forhold til underliggende forhold, som for eksempel boliglånsrente, inntekt og boligbeskatning.

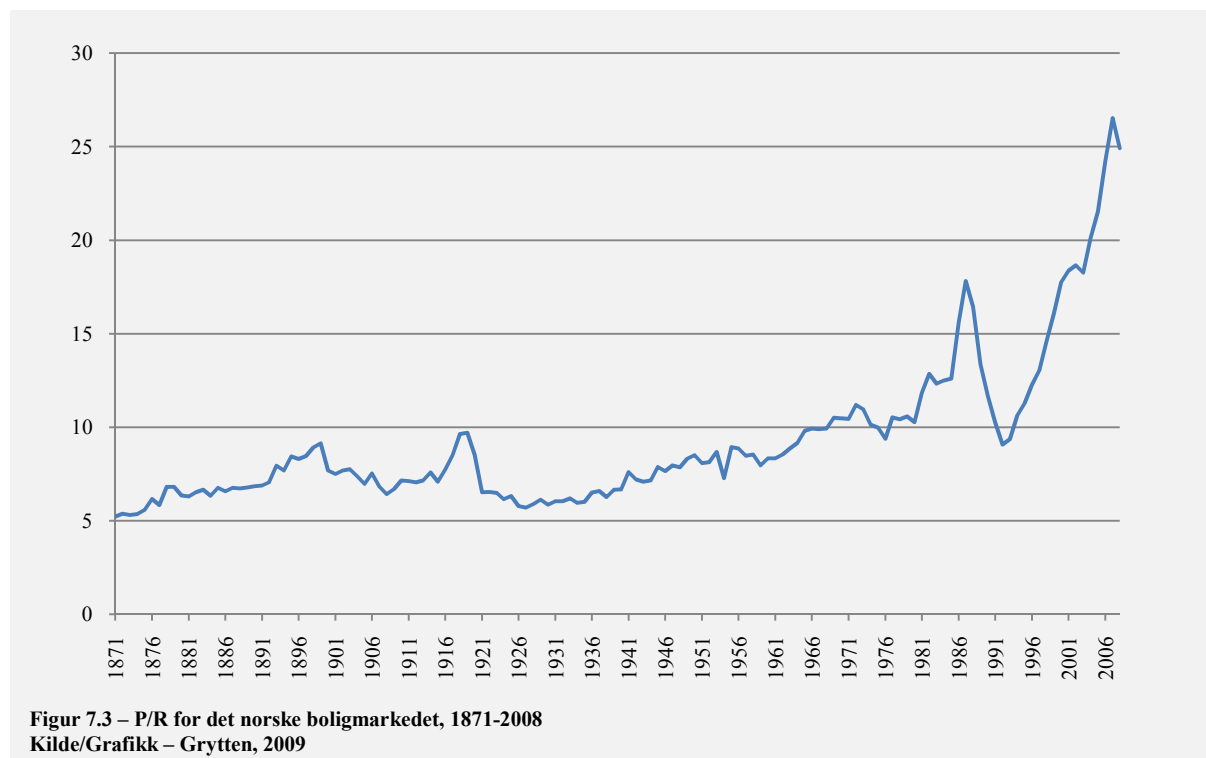
7.3.2 Observert forhold mellom boligpris og leiekostnader

Jeg har ved flere tidligere anledninger vært innom både Kristianiakrisen og bankkrisen. Disse er også fremtredende i P/R-analysen. Boligpriskrakkene fremgår tydelig ved sterk vekst i P/R-verdien i forkant av krisen, og ved betydelige fall i P/R-verdien under og etter krisen. På

⁶ Bodie, Kane og Marcus, 2008, side 621-624

akkurat samme måte som i tilfellet med realboligprisindeksen, er det imidlertid kun svært moderate historiske utslag, sammenliknet med veksten de siste årene.

P/R-verdien i 2007 er 2,5-3 ganger høyere enn ved boligprisbunnen i 1992, se Figur 7.3. Samtidig er *nivået* på P/R-verdien klart høyere enn på noe annet tidspunkt i dataserien. Veksten og nivået er sterke indikasjoner på at det foreligger en boligprisboble, med foreløpig topp i 2007. Hvorvidt dette faktisk er tilfelle, og hvor stor del av prisveksten som representerer en boble, må sees i lys av utviklingen i fundamentale forhold. Med fundamentale forhold menes størrelser som kan tenkes å påvirke trenden i boligprisene.



7.3.3 Fundamentale forhold i boligmarkedet

Rentenivået er en viktig faktor for boligprisene. Et lavt rentenivå gjør det relativt mer lønnsomt å kjøpe fremfor å leie bolig. Boligprisene bør, alt annet uforandret, øke for å gjenspeile styrket lønnsomhet. Både kortsiktige og langsiktige renter har vært svært lave de siste årene. Samtidig har bankene konkurrert om boliglånskundene seg i mellom, og rentemarginene har vært svært lave. Det har senket utlånsrentene ytterligere. Det lave rentenivået bidrar med andre ord til å forklare boligprisveksten de siste årene. Det er imidlertid sannsynlig at boligmarkedet har overreagert på de lave rentene, en påstand jeg

baserer på veksten i kredittmarkedet. Tilgangen på lån har vært svært god, betingelsene har i større grad blitt tilpasset lånetakerne og renten har vært lav. Muligheten for at boligkjøperne har hatt et for kortsiktig fokus, og en dertil manglende forståelse for fremtidige renteøkninger og mindre positiv utvikling i boligprisene, kan ha bidratt til en boligprisvekst utover det renten isolert sett tilsier.

I tillegg til lave renter har det vært sterk befolkningsvekst de siste årene. Denne stammer i hovedsak fra tilflytning.⁷ Samtidig har urbaniseringen fortsatt, det vil si at bosettingen kanaliseres fra distriktene til byene. På denne måten har det oppstått press i boligmarkedet, særlig i de byene hvor tilflytningen har vært størst. Til tross for at veksten i igangsatte boliger har tiltatt gjennom oppgangskonjunktoren, har antall usolgte boliger vært svært lavt og omsetningstiden kort, frem til sommeren 2007. Den sterke befolkningsveksten har ikke blitt møtt av en tilsvarende tilbudsøkning i boligmarkedet. Dermed har det oppstått knapphet på boliger. Det tilsier økte boligpriser.

Et annet poeng er den sterke reallønnsveksten, beskrevet i kapittel 5.3.2. Når velstanden i befolkningen økte, ønsket flere å eie sin egen bolig, samtidig som både betalingsvilje og betalingsevne steg. Dette er langsiktige forhold som ikke vil reverseres om et år eller to, og tilsier at boligprisene skal tilpasse seg på et høyere nivå enn før reallønnsveksten.

Det er mulig å peke på fundamentale forhold som bidrar til å forklare boligprisveksten de siste årene. Veksten har imidlertid vært formidabel, sett i lys av både historisk boligprisvekst og P/R-koeffisienten. I tillegg antyder rene, tekniske trendberegninger at prisene har vært overvurderte. På dette grunnlaget mener jeg at boligprisene har utviklet seg til å bli en boble. Boblen nådde toppen høsten 2007.

7.4 Pengepolitikk og formuespriser

Pengepolitikk og formuespriser er et betydelig tema, som er mye diskutert i faglitteraturen. Utredningen gir ikke rom for å drøfte detaljer i debatten, men jeg vil gjengi noen av hovedargumentene som ligger bak sentrale synspunkter på området. På den måten vil jeg gi et

⁷ Statistisk Sentralbyrå, 2009b

inntrykk av hva som ligger bak de vurderingene som ligger til grunn for Norges Banks holdning til formuespriser i pengepolitikken.

7.4.1 Standardmodell for pengepolitikk under inflasjonsmål

I en standardmodell for pengepolitikk under inflasjonsmål tas formuesprisene bare hensyn til i den grad de påvirker produksjonsgapet.⁸ Boligprisene påvirker etterspørselen gjennom to hovedkanaler – konsum og investeringer. Boligprisvekst øker husholdningenes formue, som gir en mer eller mindre rasjonell følelse av bedre konsummuligheter. I tillegg vil prisveksten øke kredittilgangen for husholdningene, ettersom pantets verdi øker. For byggenæringen vil boligprisvekst bety økt relativ lønnsomhet ved boligbygging. Investeringene i bygg og anlegg vil øke. Den direkte effekten av høyere aktivitet følges opp av positive ringvirkninger til underleverandører, ansatte og eiere. Vekst i boligprisene, eller formuesprisene generelt, vil med andre ord inngå som et positivt etterspørselssjokk i en standardmodell.

7.4.2 Alternative tilnæringer

Jeg vil gjengi tre metoder sentralbanken kan benytte for å ta større hensyn til formuesprisene, og boligprisene spesielt: (1) Boligprisene kan gjenspeiles i konsumprisene, (2) tapsfunksjonen kan utvides til å dekke også boligprisene, eller (3) sentralbanken kan innrette seg etter en ”lean-against-the-wind”-strategi.

Konsumprisindeksen skal reflektere utviklingen i konsumentens samlede utgifter for et gitt nyttenivå, basert på prisenivået på ethvert tidspunkt.⁹ Når en husholdning kjøper bolig ansees imidlertid dette for å være en investering som kaster av seg en strøm av boligjenester. Dermed er det bare *brukerprisen* som er den reelle kostnaden. Brukerprisen antas å være reflektert i leieprisene, jf. leieekvivalensprinsippet. Det er med andre ord leieprisene, ikke prisen ved kjøp av bolig, som fremgår av konsumprisindeksen. Det er ikke internasjonal konsensus rundt praksisen på området, og det kan argumenteres for at boligprisene skal inkluderes i konsumprisindeksen. Statistisk Sentralbyrå understreker at i så tilfelle ville dette bare omfatte transaksjoner mellom husholdningssektoren og næringssektoren, som i praksis

⁸ Røisland og Sveen, 2005

⁹ Johannessen og Sandberg, 2004

kun gjelder nye boliger.¹⁰ Dette er fordi boligtransaksjoner mellom to husholdninger ansees for boligbytte. Boligkostnader gjenspeilet i prisutviklingen på nye boliger gir imidlertid ikke et godt bilde av boligkostnadene for folk flest. I tillegg er det sannsynlig at svingningene i boligprisene ville være av en sånn art at Norges Bank måtte se bort fra, eller glattet dem ut, i et forsøk på å måle *underliggende* inflasjon.

En annen mulighet er å gå inn for en mer ambisiøs tapsfunksjon – som inkluderer formues- eller boligpriser. På denne måten ville en boble i formuesprisene bli møtt med stigende renter fra sentralbankens side. Det er tungtveiende argumenter *mot* en slik strategi. Dagens balansegang mellom inflasjon og realøkonomi er allerede krevende – å inkludere formuesprisene i denne avveiningen ville bety en for kompleks tapsfunksjon, ved at sentralbanken må basere sin politikk på flere potensielt *motstridende* hensyn. Sentralbanken risikerer at å bruke renten som stabilisator for formuesprisene kan ha utilsiktede, negative effekter på realøkonomien. Eller som tidligere sentralbanksjef i USA, Alan Greenspan, uttalte det:

*”It was far from obvious that bubbles, even if identified early, could be pre-empted short of the central bank inducing a substantial contraction of economic activity – the very outcome we would be seeking to avoid”.*¹¹

Greenspan vektlegger også problemet med å kunne peke på en boble på et tidlig stadium. For å kunne bruke renten mot en boble, må sentralbanken først identifisere boblen. Det må skje på et så tidlig tidspunkt som mulig, ettersom det kreves sterkere virkemidler for å korrigere en boble som allerede har utviklet seg langt.

En mindre kontroversiell strategi som sentralbankene kan benytte seg av, kalles populært ”lean against the wind” – å lene seg mot vinden. Få eller ingen mener at sentralbanken skal ha et spesifikt mål for aktivapriser. En tilpasning av rentene som går *litt lengre* enn inflasjonen alene tilsier, er imidlertid ansett for å kunne være en fornuftig strategi. På denne måten kan

¹⁰ Johannessen og Sandberg, 2004

¹¹ Greenspan, 2002

sentralbanken stramme til i markedene for formuesgoder, uten at realøkonomien rammes i særlig stor grad.

7.4.3 Norges Banks pengepolitikk og formuesprisene

Norges Bank har innrettet seg relativt passivt i forhold til utviklingen i formuesprisene. I hovedsak tas boligprisene hensyn til gjennom sin påvirkning på realøkonomien. I tillegg har Norges Bank ved en rekke anledninger utdypet eller kommentert sin politikk med hensyn til formuesprisene.¹² Sentralbanken argumenterer godt for at de ikke skal legge særlig stor vekt på utviklingen i formuesprisene. For det første kan det ta lang tid før ubalanser utløses. For det andre er det vanskelig å bestemme hvorvidt utviklingen i formuesprisene gjenspeiler fundamentale forhold eller en boble. I tillegg er det konsensus rundt at *lav og stabil inflasjon* er det beste bidraget pengepolitikken kan gi til økonomien, et mål som ofte er sammenfallende med ønsket om å forhindre finansielle ubalanser. På den annen side kan ubalanser oppstå også i tider med lav inflasjon. En tilstramming i pengepolitikken vil da på *lang sikt* være et bidrag til å stabilisere inflasjonen og produksjonen. I spesielle tilfeller vil det derfor kunne være fordelaktig å utvide horisonten for måloppnåelse av inflasjonsmålet. Sentralbanksjef Svein Gjedrem konkluderer med at:

*”Kraftig vekst i formuespriser og gjeldsoppbygging kan være en risiko for den økonomiske stabiliteten. For å dempe denne risikoen vil det i enkelte situasjoner være riktig å bruke noe lenger tid enn den normale tidshorisonten på to år for å nå inflasjonsmålet. Dette forutsetter at det er tillit hos aktørene i finansmarkedene til at inflasjonen over tid vil være lav og stabil.”*¹³

Norges Bank styrer etter et fleksibelt inflasjonsmål, ikke etter formuesprisene. Det fremgår klart både av mandatet for pengepolitikken og av de siste års pengepolitiske beslutninger. Sentralbanken har advart mot for sterk vekst i boligprisene, men rentesettingen har i liten grad vært basert på deres vurdering av boligmarkedet.¹⁴

¹² Gjedrem, 2003

¹³ Gjedrem, 2003

¹⁴ Gjedrem, 2007

8 Konklusjoner

Norges Banks pengepolitikk synes på mange måter å være i tråd med både internasjonale vurderinger av en fornuftig pengepolitikk og de siste års utvikling i inflasjonen og produksjonsgapet. Tilbudssjokkene som har rammet den norske økonomien har gitt usedvanlig lav inflasjon, den sterke oppgangskonjunktoren tatt i betraktning. Samtidig har produksjonsgapet vært moderat, ifølge sentralbankens og egne beregninger. Norges Bank har opptrådt som forventet, ved at de brukte renten i et forsøk på å bringe inflasjonen opp mot inflasjonsmålet.

Den lave renten har gitt tiltakende inflasjon. I tillegg har de lave rentene vært en særdeles viktig drivkraft for den kraftige økningen i penge- og kredittmengden. Økningen i pengemengden har ikke vært møtt med en tilsvarende økning i etterspørselen etter penger.

De lave avkastningene i pengemarkedene, og den svært gode tilgangen på penger, har vært et kraftig insentiv for investorene til å søke høyere avkastning i alternative markeder, for eksempel boligmarkedet. Finansielle innovasjoner i markedet for boliglån har også vært en bidragsyter for sterk boligprisvekst. Samtidig har boligmarkedet drevet kredittveksten opp. Kredittveksten og boligprisene har utviklet seg i en oppadgående spiral.

Lave renter har holdt lånekostnadene på moderate nivåer, tross utviklingen i boligprisene. Realboligprisene har mer enn firedoblet seg siden bunnen i 1992, og har utviklet seg til å bli en boble. Den finansielle stabiliteten er dermed svekket, som et resultat av at Norges Banks pengepolitikk har vært for ekspansiv.

Debatten rundt sentralbankenes holdning til formuespriser i et fleksibelt inflasjonsmålsregime svekker i mine øyne *ikke* konklusjonen. Selv om jeg legger Norges Banks holdning til formuespriser til grunn, mener jeg at analysen avdekker en for ekspansiv politikk: Den fremvoksende boligboblen har ikke vært alene om å varsle en overoppheting. Penge- og kredittveksten har vært på nivåer som *i seg selv* har varslet manglende finansiell stabilitet. Historiske data viser at veksten i penge- og kredittvolumene har oversteget nivåer som er

forenlige med stabilitet på lang sikt. Dét burde Norges Bank reagert på, til tross for at verken formuespriser eller penge- og kredittvolum inngår direkte i deres mandat.

Den lave inflasjonen de siste årene stammer fra åpenbare forhold på tilbudssiden, samtidig som inflasjonsforventningene har vært godt forankret hos markedsaktørene. Sånn sett sto inflasjonsutviklingen ikke i veien for en mindre ekspansiv pengepolitikk.

Det er et potensielt problem at de pengepolitiske målene blir for mange, og sentralbankens beslutningsgrunnlag for komplekst. Konklusjonen min bygger imidlertid på at en mindre ekspansiv pengepolitikk ville vært til det beste for sentralbankens langsiktige måloppnåelse med hensyn på lav, stabil inflasjon og stabile konjunkturer.

Norges Bank har ikke skapt den globale finanskrisen anno 2008-2009. I et internasjonalt pengepolitisk miljø har den norske sentralbanken begrenset handlingsrom. Pengepolitikken gjenspeiler imidlertid utviklingen i den *norske* økonomien, og er i så måte ikke et resultat av en internasjonal tvangstrøye. Dermed har Norges Bank bidratt til finansiell ustabilitet i den norske økonomien, synliggjort først og fremst gjennom en boligprisboble.

9 Kilder

Abel, Bernanke og McNabb, 1998: *Macroeconomics*, Financial Times/Prentice Hall

Allen, 1997: *Capital Markets and Institutions: A Global View*, John Wiley & Sons, Inc., New York

Bergman, Juel og Steigum, 2009: *Norges Bank Watch 2009*, Centre for Monetary Economics, Handelshøyskolen BI, Oslo

Bergo, 2004: "Fleksibel inflasjonsstyring", Foredrag, Gausdal 23. januar

Bjørnland, 2009: "Skjønn og inflasjon", *Dagens Næringsliv*, 27. februar 2009

Bjørnland, Brubakk og Jore, 2004: "Produksjonsgapet i Norge – en sammenlikning av beregningsmetoder", *Penger og kreditt 4/2004*, side 199-209

Bodie, Kane og Marcus, 2008: *Investments*, McGraw Hill, New York

Dørum, Holden, Isachsen, 2005: *Norges Bank Watch 2005* Centre for Monetary Economics, Handelshøyskolen BI, Oslo

Eitrheim, 2005: "Fra Peder Anker til stabilitet i pengevesenet", Eitrheim og Qvigstad (red), 2005: *Tilbakeblikk på norsk pengehistorie, Norges Banks Skriftserie*, nr. 37, Oslo, side 1-18

Eitrheim og Erlandsen, 2004: "House price indices for Norway 1819-2003", Eitrheim, Klovland og Qvigstad (eds), 2004: *Historical monetary statistics for Norway 1819-2003*, *Norges Banks skriftserie*, nr. 35, Oslo, side 349-376

Europakommisjonen, 2004: *More unity and more diversity – The European Union's biggest enlargement*, Europakommisjonen, <http://ec.europa.eu/publications/booklets/move/41/en.pdf>. Nedlastet 21. april 2009

Finansdepartementet, 2007: *Kredittforetak som utsteder obligasjoner med fortrinnsrett i en sikkerhetsmasse bestående av offentlige lån, utlån med pant i bolig eller annen fast eiendom*. Forskrift av 25. mai 2007

Friedman, 1968: "The role of the monetary policy", *The American Economic Review*, Volume LVIII, Nr. 1, side 1-17

Gjedrem, 2003: *Finansiell stabilitet, formuespriser og pengepolitikk*, Foredrag ved Centre of Monetary Economics, 3. juni 2003

Frøyland og Nymoen, 2000: "Produksjonsgapet i norsk økonomi – ulike metoder, samme svar?", *Penger og Kreditt 1/2000*, side 22-28

Gjedrem, 2007: *Økonomiske perspektiver*, foredrag på Norges Banks representantskapsmøte (årstalen), 15. februar 2007, http://www.norges-bank.no/templates/article___65022.aspx. Nedlastet 27. april 2009

Gjedrem, 2008a: "Den nye møteplassen - pengemarkedet og bankenes finansiering", *Dagens Næringsliv*, 17. oktober 2008

Greenspan, 2002: *Economic Volatility*. Kommentar ved et symposium sponset av the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 30. august

Grytten 1998: "Monetary Policy and Restructuring of the Norwegian Economy during Years of Crises, 1920-1939". Myllyntaus, Timo (ed). *Economic Crises and Restructuring in History: Experiences of Small Countries*, St. Katharinen: Scripta Mercaturae, side 93-124.

Grytten, 2004: "A Consumer Price Index for Norway 1516-2003", Eitrheim, Klovland og Qvigstad (eds), 2004: *Historical monetary statistics for Norway 1819-2003*, Norges Banks skriftserie, nr. 35, Oslo, side 47-98

Grytten, 2009a. Muntlig kommentar. 5. mai

Grytten, 2009b: ”Boligkrakk og finanskriser i historisk perspektiv”, *Samfunnsøkonomen*, nr. 4, side 1-12

Hodne og Grytten, 2000: *Norsk økonomi i det 19. århundre*, Fagbokforlaget, Bergen

Hodne og Grytten, 2002: *Norsk økonomi i det 20. århundre*, Fagbokforlaget, Bergen

Johannessen og Sandberg, 2004: ”Konsumpriser og boligpriser”, Statistisk Sentralbyrå, *SSB Magasinet*, <http://www.ssb.no/magasinet/analyse/art-2004-04-06-01.html>. Nedlastet 20. april 2009.

Kahn og Benolkin, 2007: “The Role of Money in Monetary Policy: Why Do the Fed and ECB See It So Differently?”. Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, 3. kvartal 2007

King, 1997: “Changes in UK monetary policy: Rules and discretion in practice”. *Journal of Monetary Economics*, volume 39

Kydland og Prescott, 1977: “Rules rather than discretion: The inconsistency in optimal plans”, *The Journal of Political Economy*, vol. 85, no. 3

McCandless og Weber, 1995: “Some Monetary Facts”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, vol. 19, no. 3, side 2-11

Klovland, 2004: Monetary aggregates in Norway 1819-2003, Eitrheim, Klovland og Qvigstad (eds), 2004: *Historical monetary statistics for Norway 1819-2003*, *Norges Banks skriftserie*, nr. 35, Oslo, side 181-240

Kredittilsynet, 2006-2008: *Boliglånsundersøkelsen*. www.kredittilsynet.no

Mishkin, 2000: "What Should Central Banks Do?". *The Homer Jones Lecture*, Federal Reserve Bank of St. Louis.

<http://research.stlouisfed.org/publications/review/00/11/0011fm.pdf>. Nedlastet 19. januar 2009.

National Bureau of Economic Research (NBER), 2003: "The NBER recession dating procedure", <http://www.nber.org/cycles/recessions.html>. Nedlastet 21. april 2009

NAV, 2007: "Rekordhøy mangel på arbeidskraft", <http://www.nav.no/805369018.cms>, 04. desember 2007, Nedlastet 24. april 2009.

Norges Bank, 2001: "Retningslinjer for pengepolitikken", Norges Banks brev til Finansdepartementet, 27. mars 2001, http://www.norges-bank.no/templates/article_15137.aspx. Nedlastet 10. januar 2009.

Norges Bank, 2002: "Leder", *Inflasjonsrapport 2/2005*

Norges Bank, 2004a: *Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet*, Norges Banks Skriftserie, nr. 34, Oslo

Norges Bank, 2004b: "Endrede inflasjonsforventninger?", *Inflasjonsrapport 4/2004*

Norges Bank, 2005: "Utviklingen i kronekursen", *Inflasjonsrapport 2/2005*

Norges Bank, 2007: "Lav andel lån med fast rente i husholdningene", *Finansiell Stabilitet 1/2007*, side 42-44

Norges Bank, 2008a: *Norges Banks Historie*, http://www.norges-bank.no/templates/article_12107.aspx. Nedlastet 14. januar 2009

Norges Bank, 2008b: "Underliggende inflasjon", *Pengepolitisk Rapport 2/2008*

Norges Bank, 2008c: "Aktuell kommentar", nr 3, juni 2008

Norges Bank, 2008d: *Finansiell stabilitet 1/2008*

NOU 2003:13 Konkurranssevne, lønnsdannelse og kronekurs

Regjeringen, ikke datert: "Fri bevegelighet av tjenester og fri etablering"

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/tema/eos-det-indre-marked/fri-bevegelighet-av-tjenester-og-fri-eta.html?id=519401&epslanguage=NO>. Nedlastet 25. februar 2009

Reserve Bank of New Zealand, 2007: "Explaining New Zealand's Monetary Policy",

<http://www.rbnz.govt.nz/publications/3064172.pdf>. Nedlastet 30. januar 2009

Røisland og Sveen, 2005: "Pengepolitikk under et inflasjonsmål", *Norsk Økonomisk Tidsskrift*, nr. 119-04, 2005, side 16-38

Sengupta og Emmons, 2007: "What Is Subprime Lending?". Federal Reserve Bank of St.

Louis, *Monetary Trends*, <http://research.stlouisfed.org/publications/mt/20070601/cover.pdf>.

Nedlastet 21. april 2009

Skånland, 1996: "Ved pengepolitikens tiårsjubileum", *Aftenposten*,

<http://tux1.aftenposten.no/bakgr/961123/kronikk.htm>. Nedlastet 20. april 2009

Statistisk Sentralbyrå, 2006a: Om pengemengde, <http://www.ssb.no/emner/11/01/m2/>.

Nedlastet 02. mars 2009

Statistisk Sentralbyrå, 2006b: Om kredittindikatorene, <http://www.ssb.no/k2/>. Nedlastet 02.

mars 2009

Statistisk Sentralbyrå, 2008a: Om konsumprisindeksen, <http://www.ssb.no/kpi/>. Nedlastet 24.

mars 2009

Statistisk Sentralbyrå, 2008b: "Boligstatistikk", <http://www.ssb.no/boligstat/>, tabellene 3 og 7. Oppdatert 1. januar, nedlastet 27. april 2009.

Statistisk Sentralbyrå, 2008c: Om boligprisindeksen, <http://www.ssb.no/bpi/>. Nedlastet 24. mars 2009

Statistisk Sentralbyrå, 2009a: "Konjunkturbarometeret", <http://www.ssb.no/kt/>. Nedlastet 8. mai 2009. Oppdatert 19. februar 2009.

Statistisk Sentralbyrå, 2009b: "Igjen rekordstor folkeauke i Noreg", <http://www.ssb.no/folkendrkv/>. Nedlastet 31. mars 2009. Oppdatert 19. februar 2009.

Steigum, 1993: "Offentlig gjeld og folketrygd i en overlappende generasjonsmodell for en liten åpen økonomi", Notat, Norges Handelshøyskole, Bergen

Store Norske Leksikon, 2009: "Bretton Woods-avtalen", http://www.snl.no/Bretton_Woods-avtalen. Nedlastet 21. april 2009

Stortingsmelding nr. 29, 2000-2001: "Retningslinjer for den økonomiske politikken", <http://www.regjeringen.no/Rpub/STM/20002001/029/PDFA/STM200020010029000DDDPDFA.pdf>. Nedlastet 10. januar 2009

Svensson, 2007: "Monetary Policy and the interest rate path", tale i Danske Bank, Stockholm, 22. august 2007. <http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=25561>. Nedlastet 21. april 2009

Tenold, 2002: *Asia-krisen – fem år senere*, SNF-rapport 11/2002