



STEINAR HOLDEN  
Professor, Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo

# Pengepolitikken etter finanskrisen\*

Hovedårsakene til finanskrisen lå i det finansielle systemets virkemåte, men også globale ubalanser og lave styringsrenter bidro til krisen. Den økonomiske politikken i ettertid har forhindret at finanskrisen utviklet seg til en global depresjon. Vår forståelse av sammenhengene i økonomien er bedre enn tidligere. Penge- og finanspolitikken er mye bedre enn den var under depresjonen i 1929-33. Det er også klare forbedringer i stabiliseringspolitikken i forhold til 20-30-40 år tilbake. Det teoretiske rammeverket for pengepolitikken er imidlertid fortsatt for snevert, noe som også har betydning for praktisk pengepolitikk.

Finanskrisen skyldes et samspill mellom ulike faktorer. En rekke artikler har beskrevet svakhetene i det finansielle systemet, både ved atferden til finansforetakene og ved myndighetenes reguleringer.<sup>1</sup> I denne artikkelen skal jeg se på noen av de lærdommer vi kan trekke for pengepolitikken, både av finanskrisen og av årene med inflasjonsmål før krisen. Jeg vil belyse fire spørsmål:<sup>2</sup>

- Var pengepolitikken en viktig årsak til finanskrisen?
- Har pengepolitikken bidratt til at vi er på vei ut av krisen?
- Er pengepolitikken bedre enn den var før?
- Hva kan vi lære av erfaringene med et inflasjonsmål for fremtidig pengepolitikk?

## 1 FINANSKRISEN OG DET MAKROØKONOMISKE BILDET

Finanskrisen kan sees som et sammenbrudd i verdens finansielle system. Sammenbruddet hang sammen med at

systemet i utgangspunktet var meget sårbart, med for lav egenkapital, for sterk avhengighet av kortsiktig finansiering, og generell undervurdering av risikoen (se f.eks. Brunnermeier, 2009, og Mizen, 2008). Krisen kan imidlertid ikke sees uavhengig av det makroøkonomiske bildet. Et lavt rentenivå hadde gjennom flere år bidratt til høy gjeldsvekst og stigende boligpriser. Det lave rentenivået førte også til en forsterket søken etter muligheter for høyere avkastning, omtalt som «search for yield». Det lave nivået på lange renter var i stor grad forårsaket av høy sparing i Kina og andre asiatiske land, oljeproduserende land som Norge, i tillegg til Japan og Tyskland. Nåværende sentralbanksjef i USA, Ben Bernanke (2005), omtalte dette som en «savings glut».

Hva var så pengepolitikkens bidrag til dette? Lave styringsrenter drev ned det korte rentenivået, noe som bl.a. bidro til at kortsiktig finansiering fremsto som attraktivt. Pengepolitikken bidro trolig også til lavere lange renter, gjennom

\* Takk til en anonym konsulent for gode kommentarer til et tidligere utkast.

<sup>1</sup> Meget gode beskrivelser av ulike sider ved finanskrisen gis i Bean (2009), Brunnermeier (2009) og Mizen (2008). To drøftinger på norsk er Røed-Larsen og Mjølhus (2009) og Holden (2009).

<sup>2</sup> Noen av de samme problemstillinger blir også drøftet i Bean (2009), Blanchard m.fl. (2010) og Svensson (2009a).

forventninger om lave styringsrenter fremover. Ikke minst hadde den aktive pengepolitikken stor betydning for markedets oppfatning av risiko. En snakket om «Greenspan put»<sup>3</sup>, som henspilte på en tro på at Federal Reserve ville motvirke kraftige fall i aksjekursene gjennom å senke renten.

Kan en bebreide sentralbankene for at de holdt for lave renter? Sammenligninger av faktiske styringsrenter med resultatet fra enkle Taylor-regler (der rentenivået skal avhenge av hvordan inflasjonen og produksjonen avviker fra «normalnivåer»), tyder på at styringsrentene var lavere enn normalt, særlig i USA (Taylor, 2007; Bean, 2009). En slik sammenligning er imidlertid grov, bl.a. ved at Taylor-regelen sammenligner med inflasjon og produksjon på samme tidspunkt. Dermed fanger regelen ikke opp at pengepolitikken må være fremoverskuende. Taylor-regelen tar heller ikke hensyn til andre forhold, som da en i USA var bekymret for risikoen for en situasjon med deflasjon og likviditetsfelle (Svensson, 2009b).

En relatert kritikk er at sentralbankene tok for lite hensyn til utviklingen i gjelds- og formuesforhold. De fleste industriland har nå en eller annen form for inflasjonsmål for pengepolitikken, og rentenivået styres i stor grad etter forventningene om fremtidig inflasjon. Så lenge inflasjonen forventes å holde seg lav, vil derfor sentralbanker ta lite hensyn til kraftig økning i gjeld og formuespriser. Dette er blitt kritisert bl.a. av økonomer fra Bank of International Settlements BIS (White 2006). Sammenligninger på tvers av land gir imidlertid ikke grunn til å hevde at pengepolitikken har vært noen viktig årsak til økningen i gjeld og formuespris (Kannan, Rabanal og Scott, 2009). Kannan m.fl. peker likevel på at pengepolitikken ikke motvirket oppbyggingen av gjeld, og dermed indirekte økte risikoen for krisen. Ahrend (2008) legger vekt på at kombinasjonen av lave styringsrenter og rask innovasjon i finansmarkedene førte til høyere formuespriser og finansielle ubalanser.

Bidraget fra lave styringsrenter til grunnlaget for finanskrisen er likevel neppe tilstrekkelig til å gi pengepolitikken en sentral rolle som årsak til krisen. De lange realrentene ville vært lave selv om styringsrentene hadde vært noe høyere, og det ville likevel vært stor vekst i gjeld og formuespriser (Svensson, 2009a). De fundamentale svakhetene i det finansielle systemet ville trolig likevel ført til at krisen brøt ut. Betydelig høyere styringsrenter på et tidlig tidspunkt kunne kanskje forhindret finanskrisen gjennom

å dempe veksten i gjeld og boligpriser. En slik politikk ville imidlertid vært vanskelig å forsvare i lys av de kostnader det ville hatt i form av lavere økonomisk vekst (Kohn, 2008; Svensson, 2009a). Derimot ville finanskrisen ikke funnet sted uten de fundamentale svakheter i det finansielle systemet.

Det er imidlertid ett viktig forbehold til denne konklusjonen. En viktig del av problemene er knyttet til at boligprisene i mange land var kommet for høyt, og at mange husholdninger hadde tatt opp for store lån. Også uten sammenbrudd i det finansielle systemet ville dette trolig ført til et kraftig fall i boligprisene, og tilhørende gjeldsproblemer og fall i boligbyggingen. Finanskrisen har åpenbart forsterket nedgangen kraftig, men krisen har også ført til at rentene er blitt kuttet mye raskere og mer enn de ellers ville blitt. Det taler for at de konjunktursvingningene som de makroøkonomiske ubalansene og det lave rentenivået satte i gang, trolig ville ført til en betydelig nedgangskonjunktur i mange land, også selv om selve finanskrisen ikke hadde inntruffet.

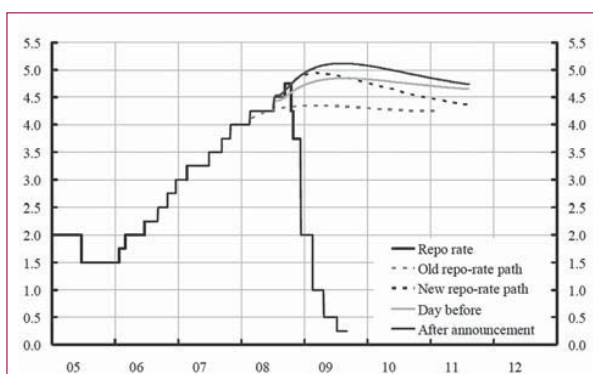
## 2 DEN PENGEPOLITISKE RESPONSEN

Fra sommeren 2007 gjennomførte en rekke sentralbanker ulike tiltak for å dempe uroen i finansmarkedene. Man tilførte betydelig mer likviditet, og man lånte ut for lengre tidsrom. Man gjennomførte også tiltak for å hjelpe svake banker. Sommeren 2008 var imidlertid bekymringen for uroen i det finansielle systemet blitt mindre, og mange sentralbanker var mer opptatt av økende inflasjon. Flere sentralbanker hevet styringsrentene. Men da krisen satte inn for alvor i september 2008, var sentralbanker og politikere i all hovedsak raske på ballen.

For det første tilførte sentralbankene store mengder likviditet til markedene. Detaljene varierte fra land til land, men hovedprinsippene var de samme. Sentralbankene utvidet bankenes låneadgang kraftig, både ved at de aksepterte flere typer papirer som sikkerhet, og ved å låne ut for lengre tidsrom. For det andre ble styringsrentene senket raskt og mye, gjennom flere kutt. Også sentralbanker som hadde annonsert pengepolitikk i en helt annen retning, la de gamle renteprognosene på hyllen. Dette blir godt illustrert i figur 1, som viser at Sveriges Riksbank i juli 2008 hevet både styringsrenten (repo rate) og sin prognose for fremtidig styringsrente. Underveis var det naturlig nok mye

<sup>3</sup> En «put» er en salgsoptjon, som innebærer en rett til å selge et verdipapir til en på forhånd fastsatt pris.

Figur 1 Styringsrente, renteprognoser og markedets renteforventninger i Sverige.



Sveriges Riksbanks styringsrente fram til høsten 2009, samt Riksbankens renteprognose (repo-rate path) og markedets renteforventninger før og etter rentemøtet i juli 2008. Kilde: Svensson (2009b)

diskusjon – bl.a. argumenterte mange observatører for enda raskere rentekutt (se f.eks. Steig, 2008, og Holden, 2008), men samlet sett må politikken regnes som god.<sup>4</sup>

I flere land, som USA, Storbritannia og Sverige, ble imidlertid pengepolitikken begrenset ved at det i praksis er vanskelig å senke styringsrenten under null, bl.a. fordi bankene i så fall heller vil holde på kontanter. I en slik situasjon har sentralbanken primært to virkemidler. Den ene er å annonsere at en vil holde renten nær null for lengre tid fremover, slik bl.a. Federal Reserve og Sveriges Riksbank har gjort. Hensikten er først og fremst å få ned lange renter, men det kan også bidra til økt realrente gjennom høyere forventet fremtidig inflasjon. Den europeiske sentralbanken, ESB, har tatt sikte på noe lignende, ved å tilby store mengder lån til lengre løpetid enn normalt.

Det andre virkemidlet er såkalt kvantitative lettelser, som består i å kjøpe andre typer verdipapirer, som statsobligasjoner eller private verdipapirer. Kjøp av statsobligasjoner er egentlig pengepolitikk i følge lærebøkene, selv om moderne sentralbanker brukte det lite før finanskrisen. Federal Reserve og særlig Bank of England har kjøpt statsobligasjoner i betydelig omfang, og i hvert fall i Storbritannia ser det ut til å ha bidratt til å få ned rentenivået også på disse obligasjonene (Bean, 2009). Kjøp av ulike typer private verdipapirer, som obligasjoner eller kommersielle papirer, er mer ukonvensjonelt, og det innebærer også at sentralbanken pådrar seg kredittrisiko. Likevel kan slike tiltak være nyttig når finansmarkedene ikke fun-

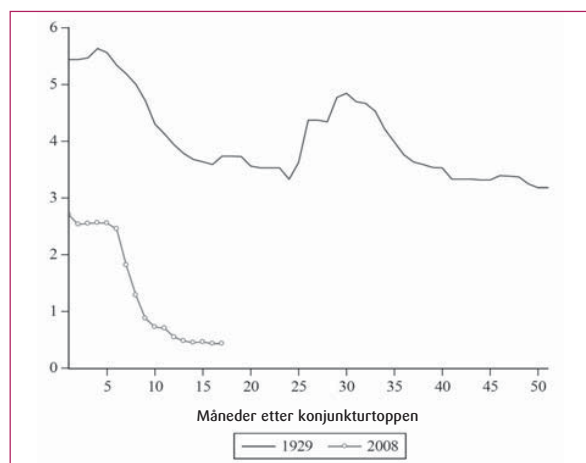
gerer som normalt, ved at en kan presse ned renten på et bredere sett av verdipapirer. Derfor har flere sentralbanker, inklusiv Federal Reserve, gjort dette.

### 3 PENGEPOLITIKKEN FØR OG NÅ

Er pengepolitikken bedre enn den var i tidligere perioder? En naturlig sammenligning er depresjonen i etterkant av børskrakket i 1929. Krisen denne gangen har mange likhetstrekk med krisen da. I årene før 1929 var amerikansk økonomi preget av finansiell innovasjon og kraftig vekst i gjeld og boligpriser (White, 2009). Boligprisene startet å falle i 1925-26, dvs. noen år før toppen i aksjemarkedet, akkurat som denne gangen. Fallet i aksjemarkedet bidro til en negativ spiral med finans- og likviditetskrise. Den førte til realøkonomiske tap, som igjen forsterket finans- og likviditetskrisen. I løpet av 12 måneder fra toppen i juni 1929 falt industriproduksjonen på verdensbasis med drøyt 10 prosent, om lag det samme som den gjorde fra toppen i april 2008 (Almunia m fl., 2009). Fallet i globale aksjekurser og verdenshandel de første 12 månedene var faktisk betydelig større denne gang, noe som trolig henger sammen med sterkere økonomisk samkvem mellom land.

Politikken var imidlertid forskjellig, ved at sentralbankene har senket styringsrenten betydelig mer denne gang, se figur 2. Faktisk var det noen land (Tyskland, Japan, Storbritannia og USA) som hevet renten i 1931-32, i et forsøk på å forsvare valutakursen.

Figur 2 Styringsrenter under krisene.



Gjennomsnittlig styringsrente for USA, Tyskland, Japan, Storbritannia, Frankrike, Polen og Sverige, med BNP-vekter. Topp er juni 1929 og april 2008. Kilde: Almunia m.fl. (2009)

<sup>4</sup> Derimot kan det være grunn til å hevde at en i flere land var for sjenerøs overfor bankene, ved at staten ikke i større grad fikk eierskap for sine støttetiltak.

Også sammenlignet med andre og senere perioder, er det klart at pengepolitikken gjennomgående er blitt bedre. La meg peke på to viktige forhold.

På 1970-tallet var pengepolitikken i de fleste industriland svært passiv da inflasjonen økte. I litteraturen er det nå betydelig enighet om at økningen i inflasjonen i hovedsak skyldes feilaktig pengepolitikk, selv om det er en viss uenighet om hvilke feil som var mest alvorlige (se for eksempel Meltzer, 2005, og Nelson, 2005). Det er imidlertid liten tvil om at den høye inflasjonen senere førte til store økonomiske kostnader i form av redusert produksjon og høy arbeidsledighet da sentralbankene strammet inn politikken for å få ned inflasjonen.

Det andre forholdet gjelder oppfatningen som gjaldt tidligere om hemmelighet i pengepolitikken. Da Federal Reserve i 1982 gjenopptok sitt forsøk på å styre pengemarkedsrenten i USA, forsøkte man å holde dette hemmelig for markedet (Thornton, 2009). Et annet eksempel har jeg fra visesentralbanksjef Jan Qvigstad (2009): Om han ti år tilbake hadde uttalt offentlig at styringsrenten skulle være 1,5 prosent, kunne han ha blitt straffet for brudd på taushetsplikten. I noen grad fikk ønsket om hemmelighet også støtte i økonomisk teori. For eksempel argumenterte Sargent og Wallace (1975) sterkt for at pengepolitikken bare kunne påvirke realøkonomien hvis den var overraskende.

I dag er disse forholdene fullstendig endret. Sentralbanker verden over har lav inflasjon som sitt hovedansvar. De er også blitt delegert selvstendighet og virkemidler for å nå dette målet. Risikoen for en ny runde med høy inflasjon er derfor blitt mye mindre. Sentralbankene er også mye mer åpne enn de var før. De annonserer hva de gjør, og forklarer hvorfor. De forteller også mye om hva de har tenkt å gjøre fremover, og hvordan politikken vil avhenge av hvordan økonomien ellers utvikler seg. Dette er også i tråd med nyere økonomisk teori, om at pengepolitikken vanligvis er mest effektiv når den er kjent og troverdig hos aktørene i økonomien (Woodford, 2003).

Det er også liten tvil om at et fleksibelt inflasjonsmål, som i Norge og mange andre land, har fungert godt etter at finanskrisen har inntruffet. Finanskrisen innebar et kraftig negativt etterspørselsjokk, slik at inflasjon og produksjon falt. Dette ga en entydig politikk-konklusjon: Senk renten

raskt og mye. Samtidig ga inflasjonsmålet troverdighet om fremtidig inflasjonsutvikling. Dette var i motsetning til lavkonjunkturen tidlig på 1990-tallet, da Norge og flere andre land hadde et fastkursregime med svak troverdighet, som innebar et høyt rentenivå som forsterket nedgangen i økonomien. Carvalho Filho (2010) sammenligner virkningene av finanskrisen i 21 land med inflasjonsmål med 28 land med andre pengepolitiske regimer (inkludert valutaunion og fast valutakurs), og finner at landene med inflasjonsmål har senket renten mer, hatt en sterk svekkelse av realvalutakursen, og noe mindre økning i ledigheten (siste effekt er ikke statistisk signifikant).

#### 4 HVILKE LÆRDOMMER KAN VI TREKKE FOR FREMTIDIG PENGEPOLITIKK?

Erfaringene fra finanskrisen bærer i seg viktige lærdommer. Den mest åpenbare er at en i pengepolitikken har undervurdert betydningen av finansielle markeder og finansiell stabilitet. Før finanskrisen var det betydelig diskusjon blant praktikere og teoretikere om i hvilken grad pengepolitikken burde skjele til utviklingen i finansielle størrelser. Det var imidlertid bred enighet om at i den grad finansiell ustabilitet kunne føre til ustabil inflasjon eller produksjon, måtte pengepolitikken ta hensyn til dette. Problemet var imidlertid at finansielle sjokk eller ubalanser ikke ble regnet for å være så viktig. I moderne litteratur om pengepolitikk, og dermed også i den type modeller som sentralbankene bruker, har eventuelle friksjoner på finansmarkedene typisk liten virkning på resten av økonomien. Finanskrisen har avdekket hvor farlig eller uheldig ubalanse i finansielle markeder kan være, også for inflasjonen og for stabiliteten i produksjonen. På dette området pågår det nå intens forskning, se f.eks. Gertler og Karadi (2009) og Curdia og Woodford (2009).

Som nevnt har inflasjonsstyring fungert godt under krisen. Likevel gir erfaringene med et inflasjonsmål, også fra tiden før finanskrisen, grunn til å trekke en annen viktig lærdom. Dette er at det teoretiske rammeverket for pengepolitikken, som også preger sentralbankene i dag, er for snevert.<sup>5</sup> Innen dette rammeverket har pengepolitikken to mål, som er lav og stabil inflasjon, og stabilisering av samlet produksjon. Andre variable skal tas bare hensyn til i den grad de påvirker målvariablene inflasjon og produksjon (se f.eks. Svensson, 2009). Etter mitt syn har dette snevre tankesettet også betydning for praktisk pengepolitikk, ved at en ofte vil legge for stor vekt på den kortsiktige

<sup>5</sup> Noen av de samme argumenter er også brukt i Dørum, Holden og Isachsen (2005).

ge utviklingen i inflasjonen, og ved at andre viktige størrelser ikke blir tatt tilstrekkelig hensyn til. Finansiell ubalanse er et eksempel på en slik størrelse. I de neste avsnittene vil jeg drøfte andre svakheter ved det snevre teoretiske rammeverket.

#### 4.2 Mindre risiko for høy inflasjon

Den sterke vektleggingen av lav inflasjon som hovedmålet for pengepolitikken må sees i lys av den høye inflasjonen i mange land på 1970- og 80-tallet. Erfaringene da viste at høy inflasjon lett kan bli vedvarende, og, som nevnt over, at det kan bli kostbart å få den ned igjen. Teoretiske bidrag var også viktige. Blant annet hadde Kydland og Prescott (1977) og Barro og Gordon (1983) vist at mangelfull troverdighet om pengepolitikken ville føre til kostnader i form av høyere inflasjon, uten noen gevinst ved høyere produksjon og sysselsetting.

Verdensøkonomien har imidlertid gjennomgått store endringer siden den gang. Da økt pris på olje og andre råvarer dro opp inflasjonen tidlig på 1970-tallet, krevde fagforeningene kompensasjon for høyere prisvekst. Det fikk de, og lønnsveksten økte kraftig. Dette bidro til å sementere inflasjonen på et mye høyere nivå. I dag er arbeidsmarkedet og lønnsfastsettelsen helt annerledes. Lønnstakernes forhandlingsposisjon er betydelig svakere, av flere årsaker. Økonomiene er blitt mer åpne, og konkurransen mellom varer og tjenester fra ulike land er blitt mye sterkere. Bedriftene er mer mobile over landegrensene. De flytter hvis de tror at lønnsomheten er klart høyere i et annet land. Høye lønnskrav kan også undergraves ved arbeidsinnvandring av dyktige arbeidstakere som aksepterer lavere lønninger. Kravene til bedriftenes avkastning er klarere enn før, og bedriftsledernes avlønning er i større grad knyttet til lønnsomheten. Alle disse faktorene gjør det mye vanskeligere for fagforeningene å nå fram med høye lønnskrav enn det var tidligere. Og så lenge lønnsveksten ikke øker, kan ikke andre typer tilbudssjokk skape vedvarende høyere inflasjon.

Den institusjonelle omleggingen av pengepolitikken er også svært viktig. I Norge og mange andre land er pengepolitikken nå delegert til en sentralbank med betydelig uavhengighet, og med lav inflasjon på lang sikt som en primær målsetting. Sentralbankens uavhengighet bidrar til å forankre inflasjonsforventningene. I en økonomi med relativt sentralisert lønnsfastsettelse, som den norske, har inflasjonsmålet en sterk disiplinierende virkning på lønns-

fastsettelsen. Lønnsfastsetterne må regne med at høye lønnsstillegg vil bli møtt med økt rente, som vil ramme sysselsetting og overskudd (Soskice og Iversen, 2000). Høyere rente vil trolig føre til sterkere krone, slik vi f.eks. så i 2002-03, noe som ytterligere vil forsterke nedgangen i produksjonen. Arbeidstakerorganisasjoner knyttet til konkurranseutsatte virksomheter er smertelig klar over denne sammenhengen. Dette gir dem et sterkt insentiv til å dempe lønnskravene.

I tråd med dette finner Blanchard og Rigg (2009) at økt oljepris har hatt mye svakere virkning på inflasjon og produksjon på 2000-tallet enn hva tilfellet var på 1970-tallet. Blanchard og Rigg forklarer denne endringen med at lønningene nå ikke lenger er indeksert til inflasjonen, og at troverdigheten av pengepolitikken har økt. Tilsvarende finner Benati (2008) at i land med inflasjonsmål, er inflasjonen mindre persistent enn den var før. Risikoen for at en økning i inflasjonen blir permanent, er derfor betydelig mindre enn før.

Denne endringen har stor betydning for pengepolitikken. Ved et kostnadssjokk må sentralbanken avveie ulempene ved økt inflasjon mot ulempene ved renteheving som gir tapt produksjon. Dersom sentralbanken er redd for at en kortvarig økning i inflasjonen innebærer at den festner seg på et høyere nivå, vil sentralbanken være aggressiv i rentehevingen. En sentralbank som derimot har evnen til å få inflasjonen ned, vil kunne bruke noe mer tid. For eksempel vil det i mange tilfeller ikke være nødvendig å heve renten ved et midlertidig tilbudssjokk, dersom lønnsveksten ikke øker. En slik pengepolitikk vil trolig gi mindre realøkonomiske kostnader samlet sett, uten at dette er i motsetning til lav inflasjon over tid.

#### 4.3 Kostnadene ved kortsiktige svingninger i inflasjonen er små

I følge moderne pengepolitisk teori er det realøkonomiske kostnader forbundet med svingninger i inflasjonen (f.eks. Woodford, 2003). Overraskende høy eller lav inflasjon fører til vridninger i relative priser, som gir kostnader ved at den enkelte bedrift produserer for mye eller for lite. Hvis inflasjonen blir høyere enn ventet, vil bedrifter som ikke har endret prisen på lang tid, ha svært lav pris, og dermed stort salg og produksjon. Bedrifter som nettopp har økt prisen, vil derimot ha en høy relativ pris, og dermed ineffektivt lite salg og produksjon. Samfunnsøkonomisk oppstår et tap ved at fordelingen av produksjon på ulike bedrifter fjerner seg mer fra det optimale.

Litteraturen tar også hensyn til at stivheten i prisene varierer mellom sektorer. I slike situasjoner bør sentralbanken forsøke å stabilisere prisveksten på de goder som har de mest stive prisene, fordi det er i produksjonen av disse godene at kostnadene ved vridninger i prisene er størst (Aoki, 2001). Dette er også en viktig grunn til at mange sentralbanker forsøker å styre kjerneinflasjonen, der en har tatt ut noen goder som har særlig fleksible priser.

Teoretisk sett er det ingen tvil om at stive priser kan gi realøkonomiske kostnader ved at relative priser blir påvirket. Likevel er det sterk grunn til å tvile på at slike kostnader er av særlig betydning i praksis. Dersom man ser nøyer på de bakenforliggende antakelser, fremkommer et lite troverdig bilde. Gottfries og Söderberg (2008) viser at stive priser innebærer urimelig stor omfordeling av produksjon og sysselsetting mellom bedriftene over tid. Bedrifter som har holdt prisen uendret over lengre tid, vil få stadig lavere relativ pris og dermed økt etterspørsel og produksjon. Når bedriften selv hever prisen, vil etterspørsel og produksjon falle brått. Dette bildet virker lite realistisk.

En årsak til at bildet er urealistisk, er at litteraturen i liten grad drøfter hvorfor noen priser er stive og andre fleksible. Det ville være rimelig å anta at i de tilfeller der en stiv pris kan innebære store kostnader for bedriften, så vil bedriften sørge for at prisen er fleksibel. F.eks. ville stive priser på råvarer kunne ført til stor ubalanse mellom tilbud og etterspørsel, og bedrifter med høy pris ville ikke fått solgt sine varer. Råvarepriser er imidlertid vanligvis fleksible. Tilsvarende skulle en tro at i de tilfeller der bedriften lar prisen være uendret i lengre tid, så skyldes det at bedriften ikke ville ha noen gevinst av betydning ved å endre prisen. Samlet ville dette tale for at kostnadene ved vridninger i relative priser på grunn av prisstivhet og inflasjon er mye lavere enn det en typisk finner i litteraturen.

Et relatert poeng er at hvis lønningene også er stive, bør pengepolitikken ta sikte på å stabilisere både lønns- og prisveksten (Erceg, Henderson og Levin, 2000). Siden lønnsstivheter trolig er vel så viktig som prisstivheter, taler dette for at sentralbanken bør legge mer vekt på å stabilisere lønnsveksten enn å stabilisere prisveksten.

#### *4.4 Pengepolitikken kan påvirke andre viktige størrelser*

En viktig tese innen standard pengepolitisk teori er at pengepolitikken bare har kortsiktige virkninger på realøkonomien, men ikke kan påvirke realøkonomien på lang

sikt (se f.eks. Svensson m.fl, 2002). Bakgrunnen for dette er en antakelse om at produksjonspotensialet i økonomien avhenger av realøkonomiske forhold, som pengepolitikken ikke kan påvirke. Videre antas det gjerne stilltiende at konjunkturavvikene i økonomien i forventningsverdi samlet sett summerer seg til null over tid, i den forstand at perioder med produksjon under produksjonspotensialet blir kompensert med tilsvarende produksjon over produksjonspotensialet i andre perioder (se f.eks. Gali, Gertler og López-Salido, 2007). Dette innebærer selvfølgelig at gevinsten ved stabiliseringspolitikk som motvirker lavkonjunkturer ikke blir så stor. Ved å dempe veksten i arbeidsledigheten i en lavkonjunktur, vil jo samtidig arbeidsledigheten bli tilsvarende høyere i en høykonjunktur.

Finanskrisen illustrerer at forutsetningen om at konjunktursvingene samlet summerer seg til null på lang sikt, om en fast bane for produksjonspotensialet, neppe er rimelig for alle typer sjokk. I så fall måtte en tro at det tap i produksjon og sysselsetting som finanskrisen har medført, på et senere tidspunkt kan bli kompensert ved tilsvarende høyere produksjon og sysselsetting, evt. at produksjonstapet nå er kompensasjon for høy produksjon før krisen. I noen grad er det trolig en slik sammenheng. I den grad kutt i styringsrentene demper nedgangen i boligbyggingen under krisen, blir boligmassen større enn den ellers ville blitt, og behovet for boligbygging blir mindre fremover. Men det er vanskelig å tro at en slik sammenheng gjelder generelt. I land der arbeidsledighetsprosenten kommer på tosfifret nivå, virker det lite rimelig at produksjonstapet i lavkonjunkturen kan oppveies ved tilsvarende høyere produksjon i en senere periode. I så fall innebærer dette at i den grad kutt i styringsrentene effektivt demper nedgangen i produksjonen, vil akkumulert BNP over en lengre periode øke.

Det er også andre studier som tyder på at pengepolitikken i noen tilfeller har hatt langsiktige virkninger. F.eks. finner Alexius og Holmlund (2008) i en studie av Sverige på 1990- og 2000 tallet at omtrent 30 prosent av virkningen på arbeidsledigheten av en renteøkning vedvarer etter 10 år. En slik langsiktig effekt henger trolig sammen med såkalt hysteresis i arbeidsledigheten, der økt ledighet kan bli varig, f.eks. ved at langtidsledige får svekket tilknytning til arbeidsmarkedet.

En annen viktig størrelse som pengepolitikken åpenbart kan påvirke, er det kortsiktige rentenivået, og dermed



også forventningene om fremtidig rentenivå. Innen vanlig pengepolitisk teori er renten bare et virkemiddel, som skal brukes til å påvirke økonomien med sikte på å nå målene for inflasjon og stabil produksjon (se f.eks. Woodford, 2003). Fordi renten er et virkemiddel, må den stadig endres for å motvirke effekten av nye sjokk som påvirker målvariablene.<sup>6</sup> Slike stadige renteendringer kan imidlertid ha betydelige realøkonomiske kostnader. Et eksempel på dette er husholdninger som kjøper bolig basert på forventninger om at renten vil være lav fremover. Om renten blir mye høyere enn antatt, fremstår boligen som for stor og dyr. Slike feilaktige beslutninger er mye vanskeligere å reversere enn hvis f.eks. en bedrift setter feil pris på et produkt, basert på feilaktige forventninger om fremtidig inflasjon. Jo mer sentralbanken varierer renten for å stabilisere inflasjonen, desto vanskeligere blir det å spå om fremtidig rentenivå, og desto flere forventningsfeil vil oppstå.<sup>7</sup>

Hvilke implikasjoner har dette for pengepolitikk i praksis? Trolig vil det fortsatt være riktig med store og overraskende renteendringer dersom et kraftig negativt sjokk inntreffer. Finanskrisen var et slikt sjokk, og rentekuttene bidro til å motvirke de negative konsekvensene for aktørene i økonomien. Derimot er det mer tvilsomt om sentralbanken bør senke renten tilsvarende mye for å forhindre at inflasjonen blir for lav, hvis veksten i økonomien ellers er god. I så fall kan den lave renten forsterke veksten i økonomien, og bidra til å blåse opp finansielle variable, slik vi så noen år tilbake. Tilsvarende vil en kraftig renteøkning som respons på en kostnadsdrevet økning i inflasjonen forsterke den negative virkningen for mange aktører i økonomien.

Et stadig tilbakevendende spørsmål er hvilken vekt valutakursen skal ha ved et inflasjonsmål. Innen pengepolitiske teori er standardsvaret nå at valutakursen bare bør tas hensyn til i den grad dette følger av hensynet til hovedmålene om lav og stabil inflasjon og stabil produksjon. Tankegangen er at med bare ett virkemiddel – renten – kan en ikke ha flere nominelle mål, dvs. både inflasjon og valutakurs. Og videre, hvis det tas særlige hensyn til valutakursen, vil det skape uklarhet om politikken. Denne

argumentasjonen er etter mitt syn ikke helt treffende. På lang sikt må lav inflasjon ligge som en forutsetning for pengepolitikken. Dette gir likevel betydelig spillerom for hvilke valg en skal gjøre mellom svingninger i inflasjon, produksjon og valutakurs på kort sikt. I et slikt valg er det klart at store fluktasjoner i valutakursen kan innebære store realøkonomiske kostnader, også i tilfeller der det ikke gir store utslag i inflasjon eller samlet produksjon. Slike kostnader bør en også ta hensyn til i pengepolitikken. Dette innebærer ikke at pengepolitikken skal sikte på å stabilisere valutakursen, eller oppnå særlige mål for kursen. Derimot bør det trolig innebære at pengepolitikken i noen grad forsøker å motvirke at valutakursen avviker kraftig fra det som fundamentale forhold tilsier, også i tilfeller der dette ikke følger av hovedmålene om inflasjon og samlet produksjon.<sup>8</sup>

## 5 AVSLUTNING

Pengepolitikken var ikke hovedårsaken til finanskrisen. Fundamentale svakheter i det finansielle systemet, inklusiv mangler i reguleringene av finansmarkedene, skapte krisen. Derfor er det avgjørende at en lykkes i å få et bedre regelverk for finansmarkedene og finansforetakene. Det er imidlertid også viktige lærdommer for pengepolitikken. Selv om inflasjonsmålet har fungert godt etter at krisen var et faktum, var det mindre egnet til å forhindre at finanskrisen skulle inntreffe. Man tok ikke nok hensyn til de ubalanser som bygget seg opp, bl.a. ved svært høye boligpriser. Dette henger sammen med at inflasjonsstyringen har lagt for mye vekt på lav inflasjon på kort sikt, både som en indikator på en velfungerende økonomi, og som mål for pengepolitikken.

Finanskrisen gjør det også naturlig med en bredere vurdering av pengepolitikken basert på inflasjonsmål. Etter mitt syn er hovedelementene på plass. Pengepolitikken bør være delegert til en sentralbank med betydelig uavhengighet, og langsiktig prisstabilitet må være et hovedmål. Men innenfor denne rammen er teorien for snever. Ved at en bare har to mål for pengepolitikken, dvs. lav og stabil inflasjon, og stabil samlet produksjon, får andre forhold

<sup>6</sup> I praksis er sentralbankene mye mer forsiktige med å endre renten enn det teorien tilsier – et tegn på at de innser at teorien her er misvisende, men uten at dette har ført til at teorien er blitt oppdatert.

<sup>7</sup> Til en viss grad kan selvfølgelig låntakere sikre seg mot overraskende endringer i renten ved å velge lån med fast rente. De fleste husholdninger i Norge og en del andre land har imidlertid lån med flytende rente. Pengepolitikken må ta hensyn til dette. Svingninger i det kortsiktige rentenivået kan også bidra til variasjon i andre størrelser, som lange renter og formuespriser, som også kan innebære realøkonomiske kostnader for aktørene i økonomien.

<sup>8</sup> Også her er det en motsetning mellom pengepolitiske praksis og teori, ved at sentralbankene i praksis ofte legger mer vekt på valutakursen. Blanchard m.fl. (2010) omtaler dette som at «Their actions were more sensible than their rhetoric».

for liten oppmerksomhet. Fluktuasjoner i andre viktige størrelser som renter, formuespriser, og valutakurser, eller for den saks skyld handelsbalansen eller sektorvis fordeling av produksjonen, kan også innebære realøkonomiske kostnader. Sentralbanken kan ikke ha spesifikke mål for disse størrelsene. Men samtidig er det heller ikke riktig, slik standard pengepolitisk teori nå sier, at svingninger i disse størrelsene bare har betydning i den grad de påvirker hovedmålene inflasjon og samlet produksjon. Ved at stabilitet i andre variable ikke tas med i sentralbankens målformulering, vil hensynet til å nå inflasjonsmålet på kort sikt få for stor betydning i forhold til andre viktige størrelser i økonomien.

Det er verdt å nevne at på de punkter jeg har tatt opp, er det en viss motsetning mellom pengepolitisk teori og praksis, der praksis gjennomgående er bedre enn teorien. Et viktig uttrykk for dette er at mange sentralbanker legger mindre vekt på kortsiktig inflasjon enn de gjorde før. Men teorien påvirker likevel praksis, og bedre erkjennelse av svakhetene i det teoretiske rammeverket ville trolig forbedret pengepolitikken. Feks. er det trolig slik at målet om langsiktig lav og stabil inflasjon ville nås mer effektivt ved å legge mer vekt på stabilitet i økonomien samlet sett, og mindre vekt på kortsiktig stabilitet i inflasjonen. Ved å legge mer vekt på stabil produksjon og sysselsetting, minsker en risikoen for at kraftige konjunktursvingninger fører til høy lønnsvekst eller finansiell ustabilitet, noe som vil vanskeliggjøre lav inflasjon på lengre sikt.

#### REFERANSER:

- Ahrend, R. (2008): «Monetary ease – A factor behind financial crises? Some evidence from OECD countries». *Economics E-journal*, 2008-44.
- Alexius, A og B Holmlund (2008): «Monetary Policy and Swedish Unemployment Fluctuations». *Economics E-Journal* 2008-4.
- Almunia, M, A.S, Bénétrix, B, Eichengreen, K.H, O'Rourke og G. Rua (2009): «From great depression to great credit crisis: Similarities, differences and lessons». *Economic policy panel meeting Tilburg*, 23.-24. oktober
- Aoki, K. (2001): «Optimal monetary policy response to relative price changes». *Journal of Monetary Economics*, 48, 55-80.
- Barro, R.J. og D.B. Gordon (1983): «Rules, discretion, and reputation in a model of monetary theory». *Journal of Monetary Economics* 12, 5, 101-121.

Bean, C. (2009): «The great moderation, the great panic and the great contraction». Schumpeter foredrag EEA Barcelona 25. august.

Benati, L. (2008): «Investigating Inflation Persistence Across Monetary Regimes». *Quarterly Journal of Economics* August 2008: Vol. 123, No. 3: 1005-1060.

Bernanke, B. (2005): «The global saving glut and the US current account deficit». Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia 10. Mars

Blanchard, O. og M. Raggi (2009): «Why are the 2000s so different from the 1970s A structural interpretation of changes in the macroeconomy effects of oil prices». NBER Working Paper 15467.

Blanchard, O., G. Dell'Ariccia, og P. Mauro (2010): «Rethinking Macroeconomic Policy». IMF Staff position note 10/03.

Brunnermeier, M. (2009): «Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008». *Journal of Economic Perspectives* vol 23, number 1, pp 77-100.

Carvalho Filho, I.E (2010): «Inflation targeting and the crises». IMF working paper 10/45.

Curdia, V. og M. Woodford (2009): «Credit spreads and monetary policy». Foredrag Federal Reserve Bank of St. Louis, 15. - 16. oktober.

Dørum, Ø, S. Holden og A.J. Isachsen (2005): «*Norges Bank Watch 2005*». Centre for Monetary Economics.

Erceg, C.J., D.W. Henderson og A.T. Levin (2000): «Optimal monetary theory with staggered wage and price contracts». *Journal of Monetary Economics* 46, 2, 281-313.

Gali, J. , M. Gertler og J.D. López-Salido (2007): «Markups, gaps and the welfare costs of economic fluctuations». *Review of Economics and Statistics* 89, Februar, 44-59.

Gertler, M. og P. Karadi (2009): «A model of unconventional monetary policy». Mimeo, New York University.

Gottfries, N. og J. Söderberg (2008): «Do sticky prices make sense?» Manuskript, Uppsala universitet.

Holden, S (2008): «Få renten ned - nå». Dagens Næringsliv 25. november.

Holden, S. (2009): «Finanskrisen – årsaker og mekanismer». *Samfunnsøkonomen* nr 4, 4-10.

Kannan, P, P. Rabanal og A. Scott (2009): «Macroeconomic patterns and monetary policy in the run-up to asset price busts». IMF working paper 252.

Kohn, D.L. (2008): «Monetary policy and asset prices revisited». Foredrag 19. november, Cato Institute's 26th Annual Monetary Policy Conference, Washington, D.C



Kydland, F. og E.C. Prescott (1977): «Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans». *Econometrica* 50, November, 1345-1370.

Meltzer, A.H. (2005): «Origins of the great inflation». *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 87(2), 145-175.

Mizen, P. (2008): «The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Response». *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/Okttober 2008.

Nelson, E. (2005): «The great inflation of the seventies. What really happened?» *B.E. Journals in Macroeconomics* 5(1), Advances, article 3.

Qvigstad, J.F. (2009): «Om åpenhet». Foredrag i Det Norske Videnskaps-Akademi i Oslo, 10. november.

Røed-Larsen, E. og J. Mjøhus (2009): *Finanskriser! Lånefest, boligboble – og dagen derpå*. Oslo: Gyldendal.

Sargent, T.J. og N. Wallace (1975): «Rational expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule». *Journal of Political Economy* 83 (april), 241-254.

Soskice, D. og T. Iversen (2000): «The non-neutrality of monetary policy with large price or wage setters». *Quarterly Journal of Economics* CXV, 265-284.

Steig, T. (2008): «Verste pessimismen noensinne». Dn.no 26.11.2008.

Svensson, L.E.O. K. Houg, H.O. Aa. Solheim og E. Steigum (2002): *Norges Bank Watch* 2002. Centre for Monetary Economics, BI.

Svensson, L.E.O (2009a): «Flexible inflation targeting: Lessons from the financial crisis». Foredrag, De Nederlandsche Bank, 21. september.

Svensson, L.E.O. (2009b): «Monetary policy». Foredrag Stockholm School of Economics, november.

Taylor, J. B. (2007): «Housing and monetary policy. Housing, Housing Finance and Monetary Policy». 463-476, Federal Reserve Bank of Kansas City: Kansas City.

Thornton, D.L. (2009): «The evolution of inflation targeting. How did we get here and where do we need to go?» Foredrag, Norges Bank. 11. juni.

White, E. N. (2009): «Lessons from the great American real estate boom and bust of the 1920s». NBER working paper 15573.

White, W.R. (2006): «Is price stability enough?» Bank of International Settlements working paper 15072.

Woodford, M. (2003): *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press: Princeton.



# MEDLEM?



**Er du medlem av Samfunnsøkonomenes Forening?**

**Vi vil gjerne ha din e-postadresse.**

**Send til: [nina.risassen@samfunnsokonomene.no](mailto:nina.risassen@samfunnsokonomene.no)**

**[www.samfunnsokonomene.no](http://www.samfunnsokonomene.no)**