



# Femten år med inflasjonsmål i Norge – hva har vi lært?

*Oslo, 16.01.2017*

*Øystein Thøgersen, Professor ved NHH*



# Perspektiv: Pengepolitikken «evolusjon»

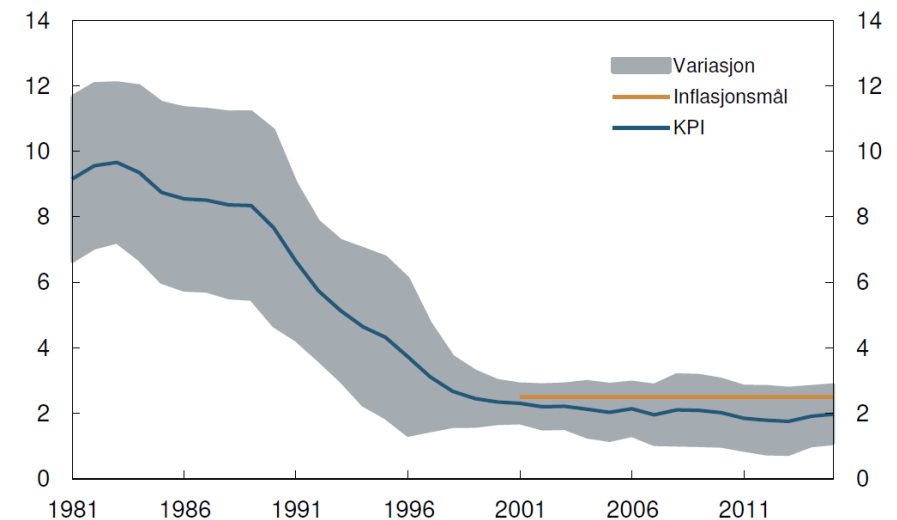
- «God latin» i pengepolitikken har endret seg voldsomt over tid
  - Fra overraskelsesbaserte devalueringer til forventningsstyring à la Woodford (2005)
  - En evolusjonær utvikling – pengepolitikken rammer og utførelse har blitt endret gradvis i respons til
    - Endringer i økonomiens virkemåte og opplevde utfordringer
    - Akademisk utvikling på feltet
- Tre dimensjoner i pengepolitisk debatt
  - i) Hvilket pengepolitisk regime?
  - ii) Utforming av rammeverk inn under det aktuelle regimet
  - iii) Den løpende utførelsen av pengepolitikken
  - ***Punktene henger nøye sammen, ii) og iii) må betraktes i sammenheng***



# Evolusjonen frem mot formalisert inflasjonsmål

- **1976-1986:** Devalueringstiåret, forventningsdannelse neglisjert
- **1986:** Omlegging, forpliktende fastkurs
- **1994:** Ny forskrift, «stabilt leie for kronen»
- **1999:** De facto direkte styring mot 2% inflasjon
- **2001:** Formalisert (fleksibelt) inflasjonsmål

Figur 2.1 Glidende tiårs gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup> i KPI.  
Årlig endring. Prosent. 1981 – 2015



1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 10 år tilbake

2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI i snittperioden, målt ved  $\pm$  ett standardavvik

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

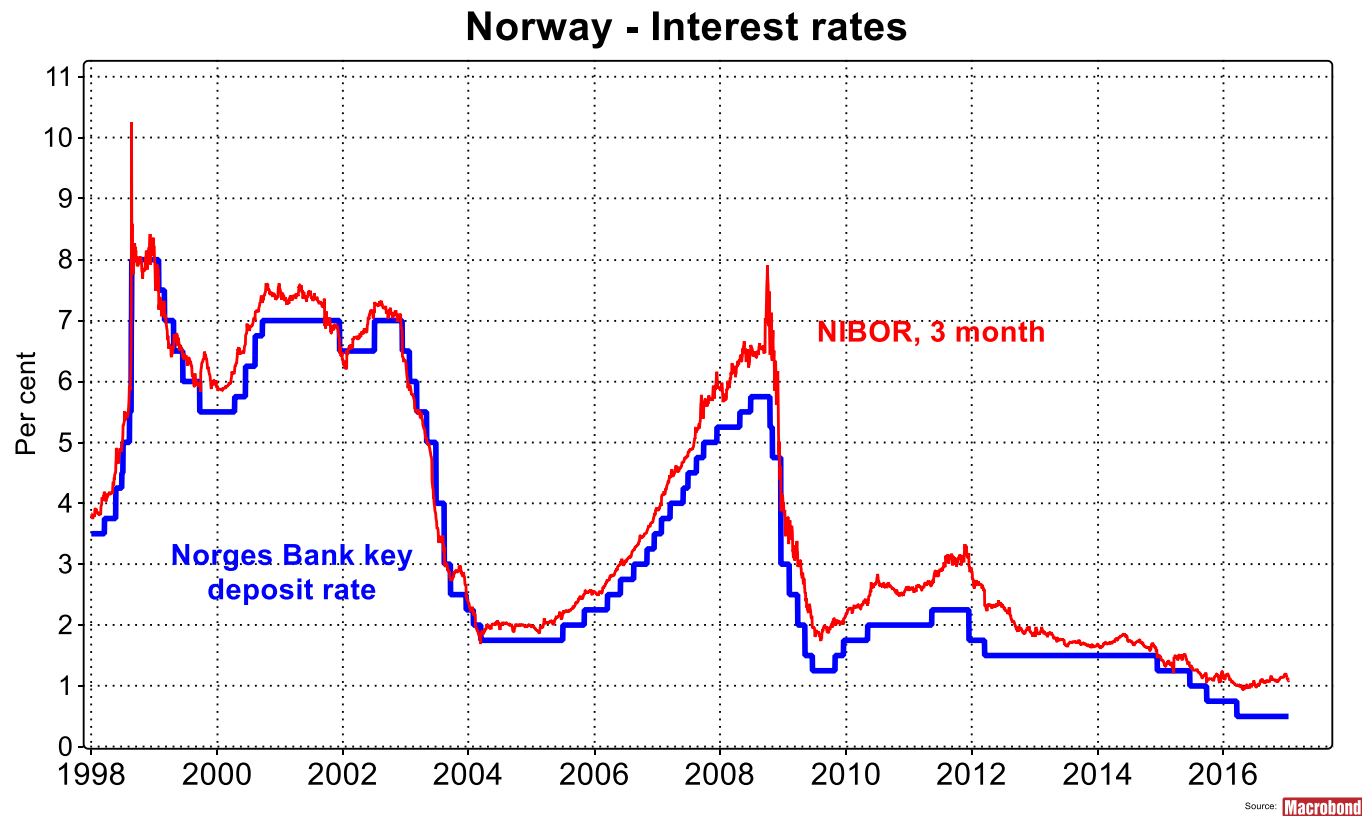


## Evolusjon *innenfor* inflasjonsstyringsrammen

- Horisontformuleringen endret flere ganger
- Gradvise finjusteringer i syn og omtale av hvordan pengepolitikken interagerer med andre politikkområder
- Kommunikasjonen utviklet langs mange dimensjoner
- Innhold i - og justeringer av - det som i dag benevnes «Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet».
- Store modell- og metodemessige innovasjoner



# Ulike tidsfaser – ulike temaer





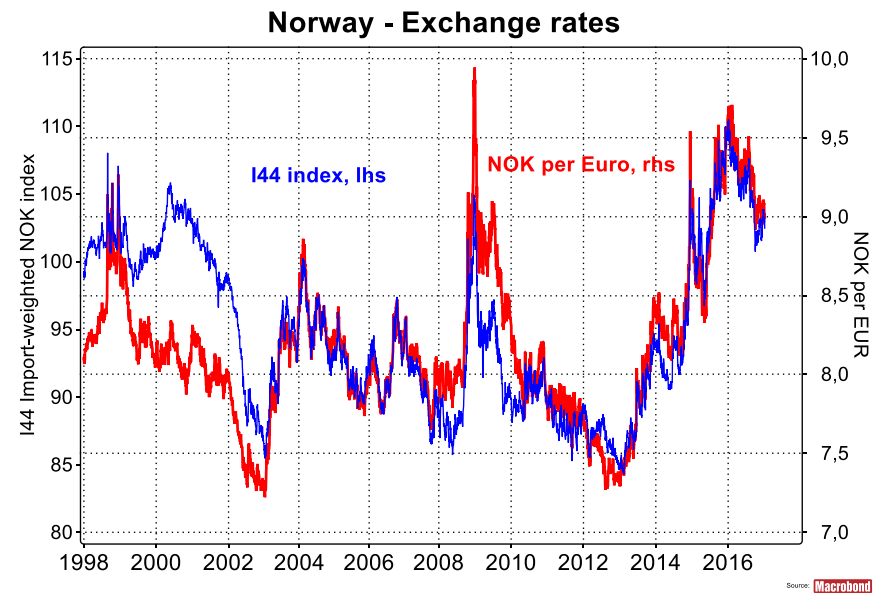
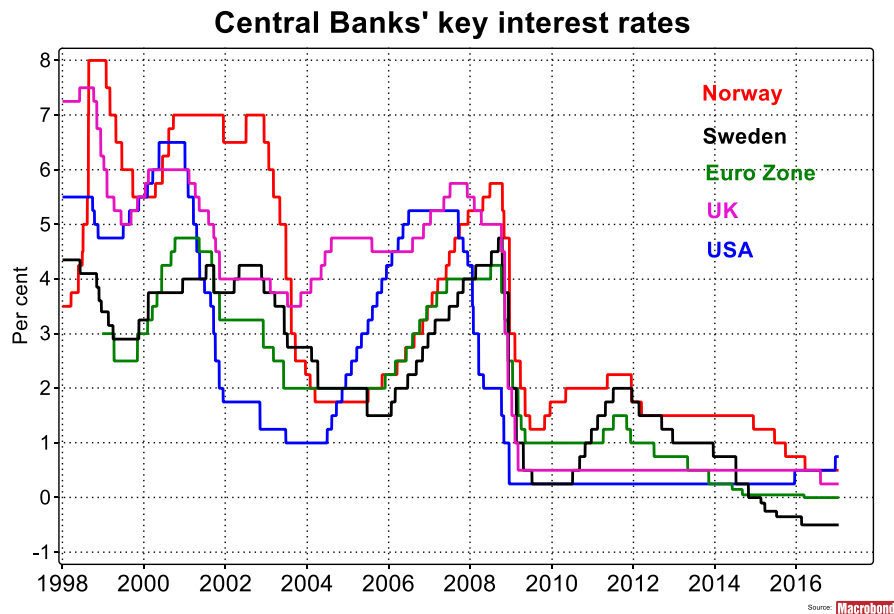
# Horisontformulering og rolledeling

- Aspekter ved rolledelingen i den økonomiske politikken
  - «Pengepolitikken skal understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting»
  - Gradvis presisering av «Pengepolitikken er førstelinjeforsvaret ved konjunkturtilbakeslag»
  - Pengepolitikk vs. «macroprudential policies» og finansiell stabilitet
- Horisontformulering – for å nå inflasjonsmålet
  - 1999: To år
  - 2004: Normalt 1-3 år
  - Fra 2007: Mellomlang sikt – situasjonsavhengig



# Grader av uavhengighet

- Grad av uavhengighet vs. renten i andre land – på grunn av valutakurseffekter....
- Avhengighet over tid... (relevant mulighetsområdet «i dag» dels endogent bestemt av tidligere rente...)





# Finansiell stabilitet og pengepolitikk

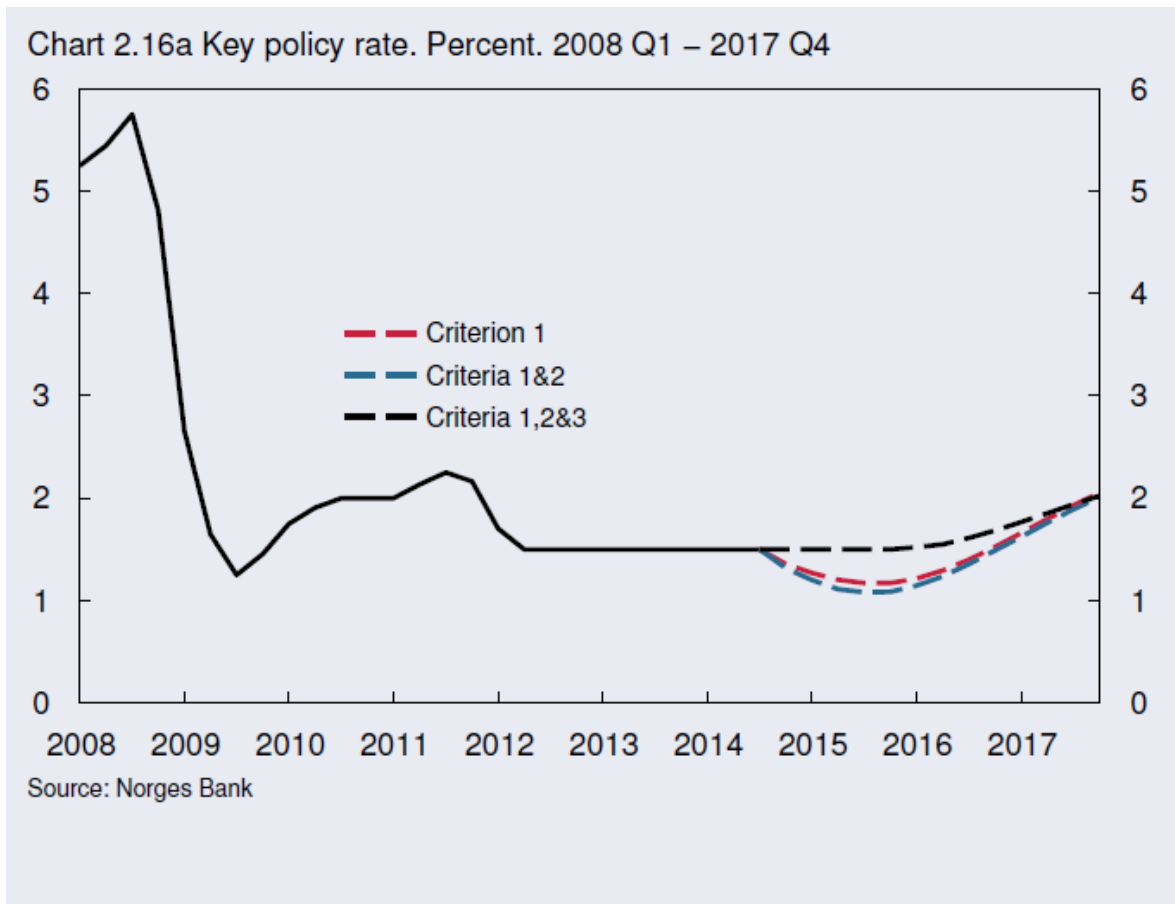
- Jfr. kriteriene for «god rentebane»
  - Kriteriet «Pengepolitikken er robust» knyttes i all hovedsak opp mot finansiell stabilitet
- Tidvis er robusthetskriteriet gjort veldig eksplisitt, jfr. presenterte rentebaner «med» og «uten» robusthetskriteriet.
- Tidvis referanse til litt ulike former for utvidet tapsfunksjon

$$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y_t^*)^2 + \gamma(i_t - i_{t-1})^2 + \tau(i_t - i_t^*)^2$$

- Pengepolitikkenes grenseflate mot «macroprudential policies»



# «Robusthet» får betydning – MPR 3/2014

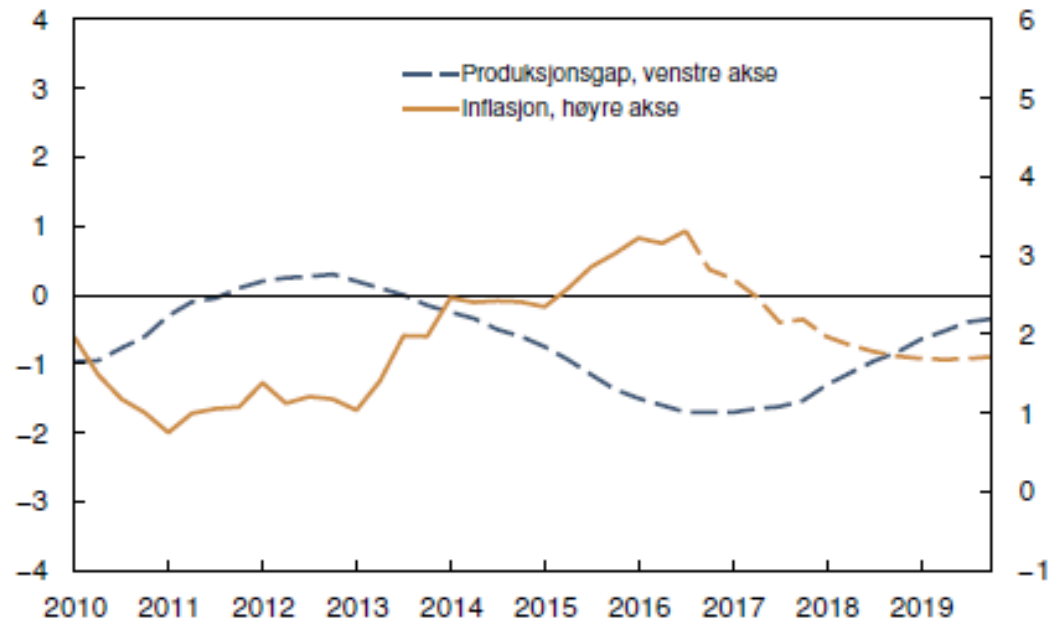


MPR 3/2014



# Nå: Litt «leaning against the wind»...

Figur 2.6 Inflasjon<sup>1)</sup> og anslag på produksjonsgapet i referansebanen.  
Prosent. 1. kv. 2010 – 4. kv. 2019<sup>2)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE). Firekvartalersvekst.

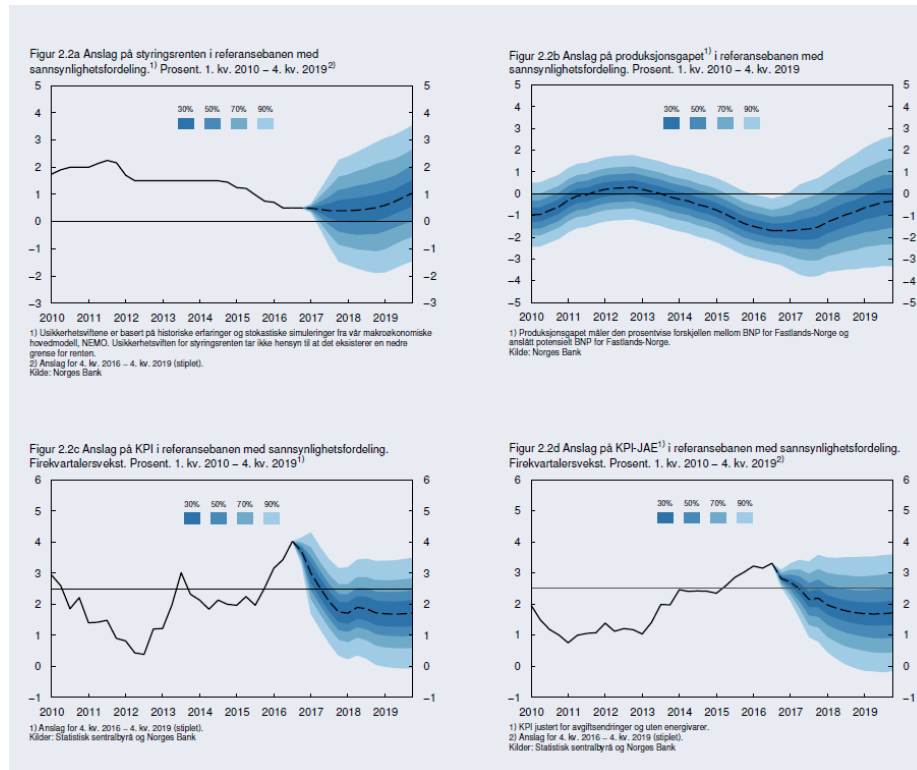
2) Anslag for 4. kv. 2016 – 4. kv. 2019 (stiplet).

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

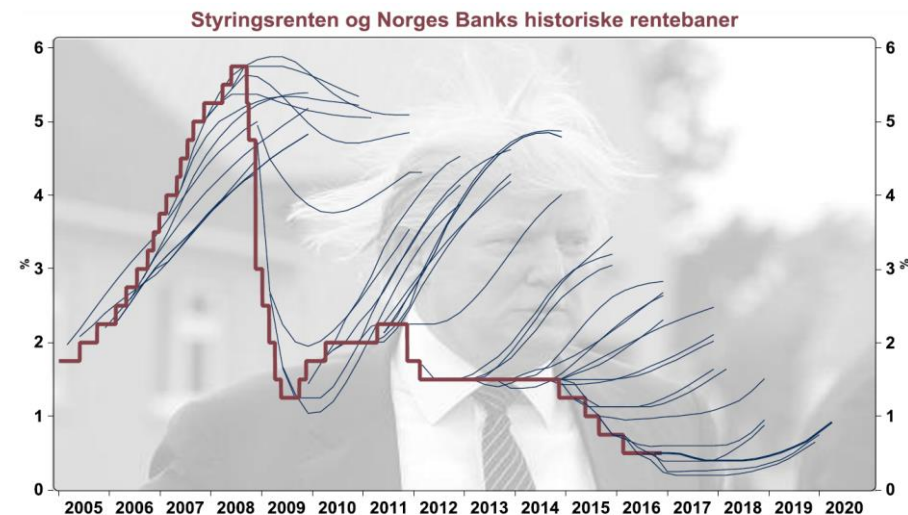
MPR 4/2016



# Rentebanen – introdusert i 2005



MPR 4/2016



**Rentebanen er en betinget prognose – som revideres. Det har vist seg godt forstått!**

# Memo: Rentebaner må da være beste «forward guidance»!



The Bank rate may need to stay at low levels for some time to come.



The Committee continues to anticipate that conditions will likely warrant maintaining the current range for the federal funds rate for a considerable time after the asset purchase program ends.



The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time.





## Et utvalg andre justeringer:

- Modellutvikling i stort og smått
- Renteregnskap
- Pengepolitisk rapport og Finansiell stabilitetsrapport slått sammen
  - Pragmatisme med hensyn til variabler, charts og analyser som inkluderes i rapportene.



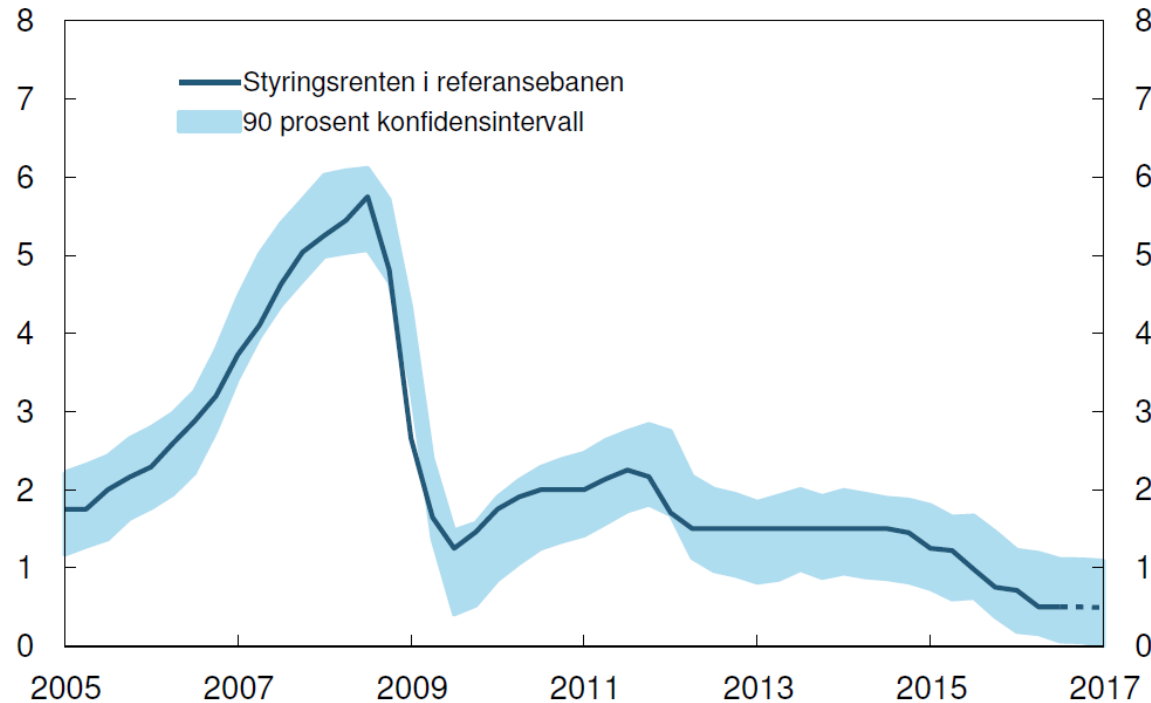
## Norsk økonomi siste 15 år

- En historie preget av petroleumsinntekter og eksterne sjokk (spesielt finanskrisen)
- Rimelig solid vekst og lav ledighet
- Moderate konjunkturfluktuasjoner
- Rimelig stabil inflasjon og kronekurs – gitt det en kan forvente for en liten, åpen økonomi av norsk type.
- Men, utfordringer er det også, herunder
  - Høye boligpriser og høy gjeld i husholdningssektoren
  - Konkurranssevne og omstillingsbehov
  - Rommet for innfasing av petroleumsinntekter i stor grad tatt ut



# Konsistens – jfr. estimert reaksjonsfunksjon

Figur 2.22 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2005 – 1. kv. 2017<sup>2)</sup>



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og tremåneders pengemarkedsrente hos handelspartnerne, samt renten i forrige periode. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 3. kv. 2016. Nærmere utdyping er gitt i *Norges Bank Staff Memo 3/2008*.

2) Anslag for 4. kv. 2016 – 1. kv. 2017 (stiplet).

Kilde: Norges Bank

**MPR 4/2016**



# Konklusjoner – hva har vi lært?

- Rolledelingen i den økonomiske politikken har fungert godt
- Pengepolitikken
  - En har lyktes med å etablere et pengepolitisk regime som har forankret forventningene godt.
  - Pengepolitikkens reaksjonsfunksjon godt internalisert.
  - Gjennomgående har en hatt en god avveining mellom å sørge for stabil inflasjon nær målet og å bidra til konjunkturstabilisering.
    - Når vi trenger det mest, har pengepolitikken vært meget viktig for konjunkturstabilisering
    - Dog, rommet for avvik mellom norsk og utenlandsk rente er ikke alltid så stort som ønskelig...
  - Pengepolitikken kan gi et visst bidrag til finansiell stabilitet – men må interagere med andre politikkområder
  - Vanskelig å se for seg at andre «regimer» ville gitt mye bedre resultat!
  - Suksess har vært avhengig av ulike innovasjoner i pengepolitikkens rammeverk – og den pengepolitiske evolusjon må fortsette.
  - ***Den pengepolitiske forskriften er «grei nok» – men, det er sikkert rom for «foredling»***