

Fra: Espen Henriksen <espen.henriksen@gmail.com>
Sendt: 17.11.2025 23:57:24
Til: Postmottak Finansdepartementet <post@fin.dep.no>
Kopi: Hansen Kjersti Lyngtun <Kjersti-Lyngtun.Hansen@fin.dep.no>
Emne: Re: Innspill til evaluering av bestemmelsen om pengepolitikken

Til dem det måtte gjelde,

Tusen takk for invitasjonen til å gi innspill til evalueringen av bestemmelsen om pengepolitikken, og takk for muligheten til å levere senere.

Vedlagt følger noen innspill fra meg.

Med vennlig hilsen
Espen Henriksen

On Tue, Aug 12, 2025 at 12:18 PM Postmottak Finansdepartementet <post@fin.dep.no> wrote:

[You don't often get email from post@fin.dep.no. Learn why this is important at <https://aka.ms/LearnAboutSenderIdentification>]

Denne e-posten er sendt på vegne av Finansdepartementet. Vennligst ikke svar direkte til avsender, men bruk postmottak@fin.dep.no dersom du har behov for å svare på denne e-posten, eller har andre henvendelser til departementet.

Denne e-posten er beregnet for den institusjon eller person den er rettet til og kan være belagt med lovbestemt taushetsplikt. Dersom e-posten er feilsendt, vennligst slett den og kontakt Finansdepartementet

Denne e-posten er beregnet for den institusjonen eller person den er rettet til og kan være belagt med lovbestemt taushetsplikt. Dersom e-posten er feilsendt, vennligst slett den og kontakt Finansdepartementet.

This email is confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient please delete this e-mail and notify the Ministry of Finance, Norway

Espen Henriksen
Handelshøyskolen BI
espen.henriksen@bi.no

17. november 2025

Finansdepartementet
Saksnummer 25/1782
postmottak@fin.dep.no

Innspill til evaluering av bestemmelsen om pengepolitikken

Takk for muligheten til å komme med innspill. Det som følger er nettopp det: fem *innspill*.¹

1. *Avklaring av hvem som har eierskapet til eventuelle strukturelle grep som potensielt kunne redusere volatiliteten til den norske kronen*

Den norske kronen har vært den mest volatile eller en av de to mest volatile valutaene, både mot USD-kryss og EUR-kryss, de siste årene. Dette gjelder både når volatilitet måles som realisert volatilitet og når den måles som forventet, implisitt volatilitet på valutaopsjoner.²

Sentralbanksjef Bache ga under sitt seminar ved Senter for monetær økonomi ved Handelshøyskolen BI 20. oktober 2022 en begrunnelse for et inflasjonsmål:³

«Høy inflasjon er kostbart for samfunnet. □ Usikkerheten om prisutviklingen fremover blir større, og økonomisk planlegging blir vanskeligere. □ Usikkerheten kan også føre til at investeringer med lengre horisont må vike for investeringer med kortere horisont. Det kan redusere investeringsnivået og, over tid, gi et lavere produksjonspotensial i økonomien.»

Omtrent det samme kunne sies om valutakursusikkerhet.⁴

Det er også mulig at individuelle beslutningstakere oppfatter valutakursendringer som en større kilde til ustabil pengeverdi enn bred inflasjon, siden det antakelig er en større idiosynkratisk komponent i hvordan valutausikkerhet treffer individuelle beslutningstakere.

Mens det er en klar ansvarsdeling for å sikre lav og stabil inflasjon, synes det ikke å

¹På grunn av uforutsette hendelser den siste uken er ikke disse innspillene så gjennomarbeidede som de ideelt sett burde ha vært. Alternativet ville imidlertid vært ikke å sende noe. Ta gjerne kontakt dersom dere ønsker at jeg presiserer eller utdyper noe.

²Se for eksempel innlegget mitt på Norges Bank fagkonferanse 2025.

³<https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter/Foredrag-og-taler/2022/2022-10-20-cme/>

⁴Enkelte vil forsøke å spille djevelens advokat og si at valutakursusikkerhet kan sikres eller «hedges». Til det er tre responser: (i) Det er nær umulig å ha en perfekt «hedge» for en operativ virksomhet med omfattende og varierende valutatransaksjoner. (ii) Sofistikert hedging krever betydelige ressurser — ressurser som ville vært spart om risikoen var mindre. Og (iii) kostnaden ved sikring øker monotont med usikkerheten. Lavere volatilitet ville gi lavere pris på forsikringsprodukter.

være en tilsvarende klar ansvarsdeling for å vurdere om det finnes strukturelle grep som kan tas i NOK-markedet for å legge til rette for lavere volatilitet — og om slike grep i så fall bør tas. Eksempler på strukturelle grep som kunne vurderes, er å øke dybden i markedet for norske statsobligasjoner eller å undersøke i hvilken grad økt volatilitet kan være en utilsiktet konsekvens av regulering og risikovekter for norske banker.

Med forbehold om at jeg kan være uinformert, kan det fremstå som om Finansdepartementet peker på Norges Bank for alle forhold knyttet til den norske kronen, mens Norges Bank viser til at deres mandat er lav og stabil inflasjon, og at valutakursen kun vurderes i den grad den påvirker inflasjonen. Fra utsiden kan det dermed se ut som om ingen har verken intellektuelt eller operativt ansvar for å analysere om det kan tas strukturelle grep som kan redusere krone-risikoen norske beslutningstakere står overfor.

I forlengelsen av evalueringen av bestemmelsen om pengepolitikken kan det derfor vurderes å klargjøre ansvarsforhold knyttet til usikkerhet / volatilitet i kronekursen.

2. Sentralbankuavhengighet og etterlevelse av mandatet

Sentralbankuavhengighet er et middel, ikke et mål i seg selv. Det er et slags *quid pro quo* med stortingspolitikere og velgerne: uavhengighet — i håp om bedre resultater — i bytte mot et snevert mandat og tydelig ansvarlighet. Hvis sentralbanken ikke holdes ansvarlig og/eller går utenfor mandatet sitt, er ikke *status quo* opprettholdbart.⁵

I forlengelsen av evalueringen av bestemmelsen om pengepolitikken bør det vurderes å tydeliggjøre hvordan etterlevelsen av mandatet skal evalueres, og hvilke konsekvenser som skal gjelde dersom sentralbanken går utenfor mandatet.

3. Modellbruk

I modellbruken for pengepolitikken er det hensiktsmessig å skille mellom modeller som brukes for strategiske vurderinger og modeller som kan brukes for operative beslutninger.

Det er nær en grunnleggende logisk-økonomisk selvmotsigelse å bruke en stasjonær, rekursiv, stokastisk modell for operative pengepolitiske enkeltbeslutninger. Samtidig kan slike modeller være svært nyttige for å gjøre strategiske vurderinger — som å evaluere forskjellige operative mål for pengepolitikken og hvordan politikken systematisk vil virke.

I forlengelsen av dette: Etter min mening kan det være tett opp mot en logisk selvmotsigelse og ressursøding å benytte for eksempel såkalte «HANC»- og «HANK»-modeller for å informere operative pengepolitiske beslutninger. Samtidig kan nettopp slike modeller være svært verdifulle for å analysere sammenhengen mellom de strategiske målene for pengepolitikken slik de blir nedfelt i bestemmelsen for pengepolitikken og dynamikken i ulikhet.

I evalueringen av bestemmelsen om pengepolitikken bør det derfor vurderes å bruke stasjonære, rekursive, stokastiske modeller — både med en representativ beslutningstaker og med heterogene beslutningstakere.

⁵Se for eksempel John Cochrane's essay «Central Bank Independence», presentert ved Peterson Institute 31. oktober.

4. *Avklare hva «inflasjon» er*

I det løpende økonomiske ordsiftet brukes «inflasjon» i flere betydninger. Det ville antakelig vært hensiktsmessig om bestemmelsen for pengepolitikken var enda klarere på hva inflasjon er, hvilken definisjon som benyttes i det operative målet, og hvorfor denne definisjonen er valgt.

5. *Nøktern analyse av betydningen av pengepolitiske beslutninger*

I forbindelse med evalueringen av bestemmelsen om pengepolitikken kan det være hensiktsmessig å forvente at Norges Bank skaper, utvikler og anvender ny kunnskap og metoder som gir en presis forståelse av pengepolitikken betydning — herunder også forfølge resultater som kunne tyde på at sentralbanker har begrenset mulighet til å stabilisere konjunkturer.⁶

Jeg håper disse innspillene kan være et nyttig bidrag i evalueringen, og bidrar gjerne med utdypinger ved behov.

Med vennlig hilsen

Espen Henriksen

⁶Et eksempel på et sentralt spørsmål er hvilken påvirkning Norges Banks beslutninger har på rentenivået over tid.

Et annet eksempel er i hvilken grad endringer i nominelle renter påvirker bedrifters investeringsbeslutninger. John Graham ved Duke har over flere tiår kartlagt hvordan ledere i store amerikanske foretak vurderer avkastningskrav. I sin *Presidential address* for American Finance Association i januar 2022 viste han flere tankevekkende funn. Et av dem var at avkastningskravene som ledere bruker på nye investeringer, knapt har endret seg til tross for store endringer i rentenivået. Mens pengemarkedsrentene falt omtrent 8–10 prosentpoeng mellom 1985 og 2020, falt de avkastningskravene bedriftene benyttet bare omkring to prosentpoeng.

Michael Mauboussin og Dan Callahan fra Morgan Stanley viste i et notat publisert i 2024, «Cost of Capital and Capital Allocation», flere komplementære funn. De sammenlignet bedrifters avkastningskrav og kapitalkostnad i 13-årsperioden 2009–2021 med den foregående perioden 1996–2008.

I perioden 2009–2021 førte sentralbankene en «ekspansiv» pengepolitikk i håp om å stimulere investeringer og økonomisk aktivitet etter finanskrisen. Dataene som Mauboussin og Callahan presenterer, tyder imidlertid på at bedriftenes avkastningskrav ble redusert langt mindre enn rentene.