

Sentralbankkommunikasjon og publisering av rentebaner

Magnus Utne Gulbrandsen



Master i samfunnsøkonomisk analyse ved Økonomisk institutt,
Samfunnsvitenskapelig Fakultet.

UNIVERSITETET I OSLO

04.05.09

Forord

Sentralbankkommunikasjon og publisering av rentebaner er blitt en viktig del av debatten rundt pengepolitikk de siste 10-15 årene. Av alle interessante problemstillinger jeg har vært borti gjennom det 5-årige masterprogrammet er dette temaet som har fascinert meg mest. At Norges Bank er en av foregangsfigurene på dette området har nok bidratt til interessen. Denne oppgaven er ment som et teoretisk studie som ser på problemstillinger knyttet til sentralbankkommunikasjon og publisering av rentebaner ut ifra eksisterende faglitteratur.

Jeg ønsker å takke min veileder Steinar Holden som har vært til stor hjelp både med utviklingen av problemstillingen, innhenting av litteratur og tilbakemeldinger underveis i prosessen. Det har vært inspirerende, utfordrende og lærerikt. Jeg vil også takke Øistein Røisland i Norges Bank som ga meg muligheten til å komme til sentralbanken og delta på seminar i tillegg til å hjelpe meg med å finne litteratur. Til slutt vil jeg også takke mine foreldre, Brita og Erik, og min samboer Anette for korrekturlesing og tilbakemeldinger.

Alle eventuelle feil og mangler er utelukkende mitt ansvar.

Innhold

FORORD	I
INNHold	II
1. INNLEDNING	1
2. HVORFOR KOMMUNISERE?.....	5
2.1 Å INFORMERE ER EN PLIKT.	5
2.2 FORVENTNINGER.....	8
3. HVORDAN KAN SENTRALBANKEN PÅVIRKE FORVENTNINGER GJENNOM KOMMUNIKASJON?	11
3.1 FORANKRING AV LANGSIKTIGE INFLASJONSFORVENTNINGER.	11
3.2 FORVENTNINGER PÅ KORTERE SIKT OG KOMMUNIKASJON FOR Å ØKE PENGEPOLITIKKENS FORUTSIGBARHET.	12
3.2.1 <i>Hvordan gi direkte informasjon om fremtidig rentesetting?</i>	14
3.2.2 <i>Hvordan øke forståelsen for hvordan sentralbanken opererer?</i>	18
3.3 EKSEMPLER PÅ KOMMUNIKASJON NÅR RENTESETTINGEN ENDRER SEG.	21
3.3.1 <i>Kommunikasjon ved midlertidig avvik fra tidligere praksis.</i>	21
3.3.2 <i>Kommunikasjon ved store endringer i rentebanen.</i>	22
4. KOMMUNIKASJON ET VIRKEMIDDEL I SEG SELV?.....	29
5. BETINGELSER.....	33
5.1 HVOR STOR PÅVIRKNINGSKRAFT HAR DE PUBLISERTE PROGNOSENE?	33
5.1.1 <i>Påvirkning av husholdninger og privatpersoner.</i>	34
5.1.2 <i>Påvirkning av markeder.</i>	35
5.2 TROVERDIGHET	40
5.2.1 <i>Troverdighet for inflasjonsmålet.</i>	40
5.2.2 <i>Troverdighet kommunikasjon.</i>	41
5.3 FUNGERENDE KREDITTMARKEDER.	42

6.	NEGATIVE SIDER VED ÅPENHET.....	45
6.1	ER DET NØDVENDIG Å OVERRASKE MARKEDENE?.....	45
6.2	FEILOPPFATTELSE AV KOMMUNIKASJONEN.....	46
6.3	FEILESTIMATER, STØRRE KONSEKVENSER NÅR DET ER OFFENTLIG INFORMASJON ENN PRIVAT?48	
6.4	UBEVISST TENDENS TIL Å LÅSE SEG FAST I RENTEBANEN.	50
6.5	HOVEDSTRYRETS BESLUTNINGSPROCESS.	51
7.	KAN OG BØR ÅPENHET OG KOMMUNIKASJON ØKES YTTERLIGERE?	55
8.	KONKLUSJON, OPPSUMMERING.....	63
	KILDELISTE.....	67

1. Innledning

Pengepolitiske regimer har gjennom det siste århundret kommet og gått. En fellesnevner for de fleste av disse har imidlertid vært at det har kommet svært lite informasjon fra sentralbanken. Dette være seg informasjon om vurderinger som er blitt gjort, hvorfor beslutninger er blitt tatt, hvilke måter sentralbanken jobber på eller hvilke konkrete mål sentralbanken prøver å oppnå. Samtidig som hemmelighetskremmeriet har blitt opprettholdt har pengepolitikken ofte beveget seg i trender. Den siste store trenden innenfor pengepolitikk er inflasjonsmålregimet. De fleste sentralbanker i den vestlige verden har i dag som mål, eller et av sine mål, å oppnå en form for prisstabilitet. Enten dette gjøres gjennom et uttalt inflasjonsmål eller er et delmål, er det relativt bred enighet om viktigheten av prisstabilitet. At pengepolitikken er et viktig virkemiddel i kampen for prisstabilitet, skaper heller ikke voldsomme splittelser innenfor fagmiljøet. Et tema som derimot skaper mer uenighet er kommunikasjon og åpenhet fra sentralbanken. Etter hvert som flere sentralbanker har adoptert inflasjonsmålet i sin politikk, har også behovet for, og viljen til å kommunisere økt det siste tiåret. Med innføringen av inflasjonsmål er mye av mystikken rundt sentralbanker forsvunnet, men også sentralbanker som ikke har et uttalt inflasjonsmål, som Federal Reserve Bank of America, har vist økende vilje til åpenhet.

Siden sentralbankenes vilje til å kommunisere i stor grad har kommet sammen med innføringen av inflasjonsmål dreier mye av fokuset i denne oppgaven seg nettopp om sentralbanker med inflasjonsmål. Kort fortalt går pengepolitikk med inflasjonsmål ut på at sentralbanken prøver å stabilisere inflasjonen rundt et lavt positivt nivå. Dette inflasjonsmålet er ofte et uttalt mål oppgitt i prosent. En av målsetningene med inflasjonsmålet er å forankre forventningene til husholdninger og næringsliv. Det vil si at sentralbanken ønsker at de økonomiske aktørene skal forvente at inflasjonen ligger på målet på lang sikt, eller at gjennomsnittlig inflasjon over tid skal ligge nær målet. Det er ingen som forventer, hverken sentralbankene selv eller andre, at inflasjonen til enhver tid skal ligge på målet. Dette er heller ikke det sentralbanken prøver å oppnå, sentralbanken forsøker heller å sørge for at inflasjonen ikke fluktuerer for mye, men holder seg innenfor et intervall rundt målet. Dette gjør at de økonomiske aktørenes mer kortsiktige forventninger ikke nødvendigvis samsvarer med inflasjonsmålet selv om de har tillit til sentralbankens evner. Her kommer behovet for kommunikasjon og åpenhet rundt kommende rentesetting og sentralbankens handlingsmønster inn.

Forventningers avgjørende rolle rundt prissetting, lønnsoppgjør og investeringsbeslutninger gjør at sentralbanker med inflasjonsmål er blant de mest åpne og snakkesalige i verden. Der det tidligere lå en hemmelighetskultur rundt pengepolitikken, og det å overraske markedene var sett på som nøkkelen til suksess, finnes det nå til og med sentralbanker som publiserer sine egne prognoser og rentebaner. De sentralbankene som til nå publiserer egne rentebaner er Reserve Bank of New Zealand (siden 1997), Norges Bank (2005), Sveriges Riksbank (februar 2007), Sedlabanki Islands (mars 2007) og sentralbanken i Tsjekia (2008) (Svensson, 2009, s.12). Dette er de sentralbankene som i dag er de mest åpne og gjennomsiktlige. Mye av diskusjonen i denne oppgaven dreier seg derfor om eksempler og problemstillinger rundt kommunikasjon fra disse bankene, da først og fremst Norges Bank, men også Sveriges Riksbank og Reserve Bank of New Zealand (RBNZ). Gjennom informative pressekonferanser, pengepolitiske rapporter og bruk av figurer prøver Norges Bank å fortelle publikum hvorfor de handler som de gjør og hvordan de ser på utsiktene framover både for økonomien og pengepolitikken.

Selv om inflasjonsmål blant mange økonomer er akseptert som den beste måten å utføre pengepolitikk på, i alle fall for øyeblikket, er gjennomføringen av dette, og spesielt da graden av kommunikasjon, gjenstand for mer debatt. I denne oppgaven vil jeg ta for meg fordeler og ulemper med økt kommunikasjon rundt pengepolitikken og publisering av prognoser og rentebaner fra sentralbanken.

Første del av oppgaven (kapittel 2) vil dreie seg om hvorfor det etter hvert har blitt et ønske om mer åpenhet og kommunikasjon. Her trekker jeg fram to punkter som jeg mener er de viktigste i argumentasjonen for mer åpenhet. Det første punktet går på at sentralbanken som en samfunnsinstitusjon er pliktig en form for gjennomsiktighet. Det andre hovedpunktet går på påvirkning av forventninger og hvorfor dette er så viktig for pengepolitikken.

Forventningers rolle og kommunikasjonens evne til å påvirke forventninger, vil være det som gjennomsyrrer det meste av diskusjonen i resten av oppgaven.

I neste kapittel tar jeg for meg hvordan sentralbanken kan påvirke forventningene gjennom kommunikasjon. Her har jeg delt opp i to hovedpunkter; informasjon om mål og intensjoner, og informasjon om fremtidig rentesetting, enten ved direkte informasjon om rentebanen, eller ved å øke forståelsen av hvordan sentralbanken opererer. Jeg tillater meg også å ta med to eksempler på hvordan kommunikasjon kan brukes når sentralbanken endrer handlingsmønster/kurs, enten midlertidig grunnet spesielle omstendigheter, eller etter at ny

informasjon er kommet. Dette gjør jeg fordi kommunikasjon rundt endringer i rentesettingen er viktig for det private forståelse av sentralbankens handlingsmønster og berører en del av argumentene framstilt andre steder i oppgaven.

Under kapittel 4 tar jeg for meg spørsmålet om kommunikasjon er blitt et nytt virkemiddel sentralbankene tar i bruk, eller heller bør ses som en utvidelse av virkemiddelet de allerede har. Underkategoriene her er hvordan markedet kan gjøre noe av jobben for sentralbanken og bruk av kommunikasjon når styringsrenta nærmer seg sin nedre grense.

Videre tar jeg i kapittel 5 for meg noen betingelser for at kommunikasjonen skal ha den ønskede virkningen. Her er kommunikasjonens påvirkningskraft både på husholdninger og markeder viktig. Jeg ser også på troverdighet og fungerende kredittmarkeder.

I kapittel 6 tar jeg for meg en del av argumentene mot utstrakt bruk av kommunikasjon. Her er det først og fremst argumenter mot kommunikasjon om kommende rentesetting og rentebaner som blir tatt opp.

Siste kapittel før oppsummeringen går på hvordan kommunikasjonen kan økes ytterligere. Dette dreier seg da først og fremst om kommunikasjonen i de landene som allerede er svært åpne.

Til slutt gjør jeg en kort oppsummering med konkluderende bemerkninger.

2. Hvorfor kommunisere?

Sentralbankene har, historisk sett, vært restriktive med å kommunisere. Hvorfor er kommunikasjon nå blitt et så viktig tema innenfor pengepolitikk? Motivasjonen bak det økende kravet til kommunikasjon kan etter min mening i stor grad tilskrives to hovedgrunner. Det ene er kravet til åpenhet for en viktig samfunnsinstitusjon som sentralbanken, det andre har å gjøre med den økende vektleggingen av forventningers rolle i økonomien.

2.1 Å informere er en plikt.

En av de tydeligste endringene i sentralbankers vilje til å kommunisere skjedde under Alan Greenspans periode som sjef for den amerikanske sentralbanken. Greenspan begynte sin nesten 19 år lange stilling som sentralbanksjef med å fortsette tidligere praksis i banken som svært lite villig til å komme med informasjon. Denne motviljen var så sterk at Greenspan var kjent for å bruke pressekonferanser til nærmest å tåkelegge hva sentralbanken ville gjøre fremover. Denne holdningen endret seg bemerkelsesverdig etter hvert og Greenspan ble til slutt sett på som en av foregangsfigurene innenfor sentralbankkommunikasjon.

”One of the most notable changes at the Federal Reserve during the tenure of Alan Greenspan as Chairman of the Board of Governors has been a steady increase in the FOMC's willingness to talk openly about the policy decisions that it has made and those it is likely to make in the future.” (Woodford, 2005, s. 1)

I ”Chairman’s Remarks” presentert via video-konferanse til Federal Reserve Bank of St. Louis (2002, s. 5) beskriver Greenspan The Feds mandat som todelt. Det første er å implementere en effektiv pengepolitikk for å nå målene sentralbanken er tildelt. Det andre er å gjøre dette på en så åpen og gjennomsiktig måte som mulig.

”Openness is an obligation of a central bank in a free and democratic society.” (Greenspan 2002, s.6)

I følge Greenspan (2002) er det altså en plikt for sentralbanken å informere offentligheten om sitt arbeid. Sentralbanken jobber jo for kongressen og folket, og det er da ikke urimelig å kreve en grad av innsyn for offentligheten.

”Transparency of our activities is the means by which we make our selves accountable to our fellow citizens to aid them in judging whether we are worthy of that task.” (Greenspan, 2002, s. 6)

Andre samfunnsinstitusjoner som regjering, parlament og domstoler har relativt tydelige definerte oppgaver i samfunnet og er i mange tilfeller også (mer enn) villige til å forklare hva de ønsker å oppnå og hvordan de vil gå fram for å nå de målene de setter seg.

Åpenhet rundt hva sentralbanken ønsker å oppnå, vil gi både myndigheter og det private den beste muligheten til å holde øye med at sentralbanken gjør den jobben den er satt til å gjøre. Dette er spesielt et argument for at sentralbanker med mål om å oppnå prisstabilitet skal ha et konkret, uttalt og offentlig inflasjonsmål. På denne måten vil de øvrige myndighetene og offentligheten generelt lettere kunne evaluere pengepolitikken.

Cukierman (2001, s. 42) nevner også at inflasjonsrapporter, der sentralbanken kommer med prognoser for inflasjonen framover gitt nåværende pengepolitikk og en evaluering av egne resultater, kan være et tiltak for å bedre muligheten til å evaluere sentralbankens arbeid.

Behovet for gjennomsiktighet øker også med antall mål sentralbanken styrer etter, som for eksempel stabil arbeidsledighet i tillegg til inflasjonsmål. Dette for at ansvarliggjøringen av sentralbanken skal kunne opprettholdes ved overvåking av resultatene (Cukierman 2001, s.49).

Informasjon som et moralsk ansvar er et gyldig argument for at sentralbanken skal gi noen form for informasjon, men bringer også med seg en del spørsmål. Hva hvis dette reduserer sentralbankens evne til å gjøre det den er satt til å gjøre? Sentralbankens oppgave er å utføre pengepolitikk med det formål å bedre økonomisk stabilitet, enten ved inflasjonsmål, valutakursmål eller lignende. Dersom pengepolitikken blir mindre effektiv ved at sentralbanken er åpen ovenfor offentligheten, er det da like klart at det er moralsk riktig å informere? Sentralbanken er der for å utføre pengepolitikken i best mulig grad, til størst mulig nytte for landet. Gjennomfører den dette oppdraget best mulig hvis den kommuniserer åpent med offentligheten vel vitende om at dette vil redusere dens evne til å utføre jobben den samme offentligheten har pålagt den? Dette er interessante spørsmål som utvilsomt gir grunnlag for en spennende diskusjon, men det blir bare hypotetiske problemstillinger som jeg ikke kommer til å gå noe særlig videre inn på. Spørsmålet om kommunikasjon gjør pengepolitikken mer effektiv eller ikke er derimot noe jeg kommer tilbake til.

Et annet spørsmål er hvor mye skal det kreves at sentralbanken kommuniserer om, og trenger informasjonen å være tilgjengelig for alle? Hvis vi godtar at sentralbanken bør informere om hvilke konkrete mål den prøver å oppnå for at den lettere skal kunne evalueres, vil jo egentlig bare de som settes til å gjøre denne evalueringen trenge informasjon om målene. Som for eksempel regjering eller nasjonalforsamling. Hvis det er sett på som skadelig for sentralbankens virksomhet å offentliggjøre for mye til det private, vil dette være en mulighet til å unngå denne negative effekten samtidig som man opprettholder ansvarliggjøring av sentralbanken. Her vil det igjen reise seg spørsmål om det er moralsk riktig at kun en håndfull personer skal være de som bedømmer sentralbankens prestasjoner.

Er det, utover konkrete mål resultatene kan måles opp mot, behov for at sentralbanken er åpne om alt? Er det nødvendig at sentralbanken skal gi fra seg alle informasjonsfordeler? Dette kan dreie seg om alt fra hvilke modeller som brukes med hvilke estimerte parametere, hvordan estimeringen gjøres, hvor hentes dataene fra, hvilke forutsetninger tas, hvor mye dikteres av modeller og hvor mye bestemmes av skjønn? Mye av denne informasjonen kan være interessant for mange, og også til en viss grad kunne bidra til en bedre faglig diskusjon om sentralbankens arbeidsmetoder og utforming av pengepolitikken generelt. Samtidig vil det blottlegge sentralbanken fullstendig og frata den enhver form for informasjonsfordel. Dette vil noen kanskje mene er en fordel, men mange vil også mene at dette kan gjøre sentralbankens arbeid adskillig vanskeligere og dermed føre til en mindre effektiv pengepolitikk. På en annen side vil en kunne spørre seg om det er nødvendig, og til og med moralsk riktig ovenfor sentralbanken, å kreve at den deler all sin kompetanse med resten av verden.

Som sagt er dette stort sett hypotetiske problemstillinger, men det er på ingen måte uinteressante moralske dilemmaer. Rent økonomisk er det derimot flere andre problemstillinger forbundet med kommunikasjon jeg finner mer interessante og som er litt mer håndfaste. Jeg lar derfor den moralske diskusjonen ligge og beveger meg mer inn i de økonomiske aspektene. Fremmer kommunikasjon sentralbankens arbeid mister jo dilemmaet om åpenhet kontra effektivitet også relevans i diskusjonen.

2.2 Forventninger

Ser vi bort ifra den moralske diskusjonen ovenfor er forventninger det fundamentale i spørsmålet rundt kommunikasjon. Forventningers viktige rolle for økonomiske beslutninger gjør at det faktisk spiller noen rolle om og hvordan en sentralbank kommuniserer.

Forventninger til lønn, renteutgifter, prisstigning, valutakurser, aksjemarked og økonomien generelt påvirker alle hvordan vi, bedrifter og det offentlige beslutter å bruke penger. Dette påvirker igjen hele økonomien og konjunktorene. Det er derfor et ønske for sentralbankene å kunne påvirke forventningene og dette har ført til et økt behov for kommunikasjon.

Woodford sier det på denne måten:

”For not only do expectations about policy matters, but, at least under current conditions, very little else matters.” (Woodford, 2005, s. 3)

Dette forklarer han videre med at døgnrenten sentralbanken setter på sine lån fra dag til dag i liten grad påvirker langsiktige vurderinger i markedene. Det er de lengre utsiktene til hvordan disse rentene vil holde seg over tid som virkelig påvirker pengemarkedsrenter og videre privat forbruk og investeringer. Derfor er sentralbankenes evne til å påvirke privat forbruk og deretter priser, avhengig av i hvor stor grad sentralbanken påvirker forventningene. Bedre informasjon om praktisering og intensjoner bak pengepolitikken vil bedre sentralbankenes evne til å påvirke forventninger i følge Woodford (2005, s. 3-4).

Svensson påpeker at i en hypotetisk verden som mange makroøkonomiske modeller bygger på, vil det ikke være behov for kommunikasjon fra sentralbanken. Privat sektor vil være fullt informert om pengepolitikken og selv være i stand til å gjøre de beste antagelsene om fremtidig pengepolitikk. Dette er en verden som bygger på mange mer eller mindre realistiske antagelser som gjør at dette ikke vil være tilfellet i den virkelige verden. Svensson trekker fram antagelsen om symmetrisk informasjon mellom sentralbanken og resten av økonomien som et viktig punkt. Asymmetri i informasjonen om pengepolitikk kan komme av at pengepolitikken kan endre seg. Utskiftninger av komitémedlemmer kan endre hovedstyrets tolkning av mandatet eller pågående læringsprosesser (on-the-job-learning) i sentralbanken kan gjøre at mandatet bedre oppfylles. Videre poengteres det at sentralbanken bruker mer ressurser på å hente inn informasjon og lage prognoser for økonomien enn private agenter. Derfor vil større gjennomsiktighet og bedre kommunikasjon fra

sentralbankens side minske usikkerheten og bedre det privates evne til å danne presise forventninger (Svensson, 2009, s. 11).

En ofte brukt tilnærming i dynamisk-stokastiske modeller er rasjonelle forventninger. Det vil si at forventningene i økonomien modelleres som om alle aktører sitter på den samme informasjonen som myndighetene (informasjon er like tilgjengelig for alle) og danner sine forventninger ut i fra dette. Denne typen forventninger har gitt relativt gode resultater selv om det ikke er realistisk at alle forstår og sitter på samme økonomiske informasjon som for eksempel sentralbanken. Hvis dette er sett på som den beste tilnærmingen til modellering av forventninger, vil dette kunne gi ytterligere incentiver til mest mulig åpenhet og kommunikasjon fra sentralbankens side. Ved å gjøre mye av den informasjonen sentralbanken sitter på tilgjengelig for alle, vil forventningene til markedene og privatpersoner i større grad dannes i samsvar med teorien om rasjonelle forventninger. Å modellere forventninger som om alle sitter på samme informasjon blir langt mer realistisk når mer av denne informasjonen er tilgjengelig for flere (Woodford, 2005, s. 5).

Utover forventninger knyttet direkte til rentesetting er forventninger til økonomien generelt, og nøkkelvariabler, viktige for stabiliteten og ikke minst for hvordan pengepolitikken påvirker og påvirkes av disse.

3. Hvordan kan sentralbanken påvirke forventninger gjennom kommunikasjon?

Kommunikasjon kan påvirke forventninger på forskjellige måter. Sentralbanken kan gjennom kommunikasjon om mål de setter seg og hvilke intensjoner de har, påvirke forventninger til hvordan økonomiske størrelser vil forholde seg på lengre sikt. Her tar jeg for meg hvordan sentralbanker med inflasjonsmål prøver å påvirke de langsiktige inflasjonsforventningene. Videre vil kommunikasjon om hvordan rentesettingen vil gjøres i fremtiden og hvordan sentralbanken generelt utfører pengepolitikken, være viktig for hvordan forventninger til renten og mer kortsiktige bevegelser i økonomien dannes. I siste del av avsnittet tar jeg for meg to eksempler på hvordan sentralbanken kommuniserer når rentesettingen endrer seg betydelig.

3.1 Forankring av langsiktige inflasjonsforventninger.

Et av de viktigste argumentene for å ha et spesifikt og offentlig uttalt inflasjonsmål er å forankre det private forventninger rundt inflasjonsmålet. På denne måten vil det bli lettere å gjøre langsiktige betraktninger og forhandlinger, forutsatt at sentralbankens mål er troverdig. Forankres forventningene vil dette kunne føre til mer stabilitet. Et veldig forenklet eksempel for å illustrere dette er som følger:

For en arbeidstaker eller fagforening i lønnsforhandlinger vil forventet inflasjon i perioden det forhandles om være avgjørende. Hvis arbeiderne kun ønsker å beholde kjøpekraften sin fram til neste runde med forhandlinger vil de kreve en årlig prosentvis lønnsvekst lik forventet gjennomsnittlig inflasjon per år i samme periode. Klarer sentralbanken da å forankre inflasjonsforventningene rundt f. eks 2,5 % vil lønnstakerne kreve en årlig lønnsøkning på 2,5 %. Hvis dette gjelder for hele økonomien, eller snittet av lønnsforhandlingene, vil lønnskostnadene øke med 2,5 % som veltet over i prisøkning vil gi en inflasjon på 2,5 %. Forutsetter her null produktivitetsvekst.

På denne måten vil kommunikasjon og troverdighet stabilisere lønns- og prisveksten på det nivået som ønskes. Uten at dette eksemplet på noen som helst realistisk måte beskriver lønns- og prisdannelsen i en økonomi, viser det hvordan forankring av forventninger kan være gunstig, i hvert fall i prinsippet. I den virkelige verden er det først og fremst de

langsiktige forventningene sentralbanken ønsker å forankre med et tallfestet inflasjonsmål. Hvis det private har tillit til sentralbanken vil de forvente at inflasjonen ligger rundt målet framover i tid. Ingen forventer eller tror at sentralbanken klarer å holde inflasjonen på f. eks. 2,5 % til enhver tid. Faktisk vil det være unntaket mer enn regelen at inflasjonen ligger på målet, men gjennomsnittelig inflasjon over tid vil ligge nærme målet hvis sentralbanken gjør det den skal. Dette vil være viktig for langsiktige beslutninger som handelsavtaler, pris- og lønnskontrakter, planlegging av sysselsetting og langsiktige investeringer. Med større stabilitet i forventningene vil det også kunne bli større stabilitet i den økonomiske utviklingen.

Selv om et eksplisitt inflasjonsmål av mange er sett på som den optimale måten å drive pengepolitikk på, er ikke alle like overbevist. The Federal Reserve Bank of America har blant annet vært konsekvent i sin motvilje mot å publisere et spesifikt mål for inflasjonen. Greenspan (2002, s. 6) påpeker at dagens komplekse produkter, som for eksempel software, gjør det vanskelig å definere et presist mål for prisutviklingen og mener derfor at:

” [...], a specific numerical inflation target would represent an unhelpful and false precision.” (Greenspan, 2002, s. 6)

3.2 Forventninger på kortere sikt og kommunikasjon for å øke pengepolitikkenes forutsigbarhet.

Utover at gjennomsnittlig inflasjon skal ligge nær inflasjonsmålet, forventes det at inflasjonen fluktuerer rundt målet på kortere sikt, helst innenfor et visst intervall. Denne usikkerheten fører til at det private gjør seg opp forventninger om både inflasjon og rente som skiller seg fra de langsiktige forventningene, uavhengig av om sentralbanken har tillit eller ikke. Informasjon om fremtidig rentesetting og kommunikasjon om hvordan sentralbanken resonnerer og begrunner beslutningene sine, gjøres for å bedre presisjonen i markedets forventninger. Dette bedrer forutsigbarheten og kan også gjøre at sentralbankens pengepolitikk får effekt i økonomien før den faktiske rentesettingen er gjennomført.

Det er mange måter dette kan gjøres på. Sentralbanken kan gi små hint om hva den kommer til å gjøre, forklare det tydeligere og også begrunne hvorfor, gi ”strategi intervall” for renten for et gitt tidsrom framover eller den kan publisere hele rentebaner for et kortere eller lengre tidsperspektiv. Publisering av prognoser for viktige økonomiske tall og variabler

sentralbanken betrakter når den setter sin rente, kan også være med på å gi et dypere bilde av resonneringen og tanken bak beslutningene som blir tatt. Sentralbanken vil ikke med sikkerhet kunne forutse hva som vil skje i økonomien og dermed heller ikke kunne forutse sine egne handlinger med absolutt sikkerhet. Svensson påpeker at sentralbanken likevel bør ha en åpenbar fordel i informasjonen om sine egne intensjoner for framtidig rentesetting og derfor også kunne produsere de beste prognosene (sitat kommer lenger ned). Å publisere egne rentebaner vil være den mest effektive måten å styre privat sektors renteforventninger på mener Svensson (2009, s. 13).

Motivet bak å informere om kommende rentebeslutninger er å øke presisjonen i forventningene til renten og unngå at markedet og husholdningene blir overrasket når rentebeslutningen kommer. Dette kan gjøres på forskjellige måter, jeg deler det inn i to hovedkategorier:

i) Direkte informasjon om hva sentralbanken ser for seg at renten kommer til å ligge på en tid framover.

ii) Informasjon om hvordan sentralbanken opererer og tenker. Hva hovedstyret vektlegger i sine beslutninger og hvilke intensjoner de har med beslutningene som tas. Informasjon om hvordan sentralbanken ser på økonomien fram i tid er også en viktig del av dette.

Jeg tar for meg eksempler på hvordan kommunikasjon om disse to hovedkategoriene gjøres henholdsvis i kapittel 3.2.1 og 3.2.2. under.

Faren for å overraske markedet er større når pengepolitikken endres betydelig. Dette kan for eksempel være tydelig avvik fra tidligere praksis eller kraftig revidering av rentebanen grunnet ny informasjon. Det kan også være at styret i sentralbanken har skiftet sammensetning eller at vektleggingen av ulike typer informasjon eller målsetning endrer seg. Tydelig kommunikasjon kan redusere muligheten for store overraskelser samtidig som risikoen for å skape forvirring rundt framgangsmåte og praksis blir mindre. Informasjon fra sentralbanken når rentesettingen endres kan gi god innsikt i sentralbankens reaksjonsmønster fordi det illustrerer hvordan banken reagerer på ny informasjon og nye forhold i økonomien. I siste del av dette avsnittet har jeg derfor plukket ut to eksempler på hvordan kommunikasjon er brukt på forskjellig måte og med forskjellige virkemidler når sentralbanken midlertidig avviker fra sin vanlige opptreden og når en kraftig endring av rentebaner må gjøres.

3.2.1 Hvordan gi direkte informasjon om fremtidig rentesetting?

Som nevnt i innledningen til dette avsnittet finnes det flere måter en sentralbank kan gi informasjon om kommende rentebeslutninger på. Sentralbanken kan gi hint om kommende rentesetting, referater fra rentemøter og debatten i hovedstyret ved rentebeslutningene, publisere ”strategi-intervaller” for en periode framover eller publisere rentebaner.

Publisering av rentebaner er av mange sett på som den klareste måten å informere om fremtidige renteutsikter på.

Fram til 1994 måtte markedsaktørene i USA ta utgangspunkt i sentralbankens markedsoperasjoner for å tolke hva The Federal Reserve Bank of America ønsket at The Federal Funds Rate skulle ligge på. Dette endret seg etter 1994 da sentralbanken i USA begynte å komme med presseuttalelser etter hvert rentemøte der de opplyste om hva hovedstyret ønsket The Federal Funds Rate skulle være. Senere er disse pressekonferansene også brukt til å publisere deler av referater fra rentemøtene og gi, mer eller mindre klare, hint om hva styret ser for seg at renten skal ligge på lengre fram i tid (Woodford, 2005, s. 1). Økonomiske observatører har alltid brukt mye resurser på å spekulere i hva som ligger i uttalelser fra sentralbanker. Etter hvert som disse pressekonferansene er blitt mer eksplisitte er det blitt lettere å tolke uttalelsene. Greenspan (2002, s. 5) sier at dødvekt-tapet som oppsto av usikkerheten ved at markedsaktørene måtte tolke uklare hint fra sentralbanken etter hvert ble mer og mer tydelig.

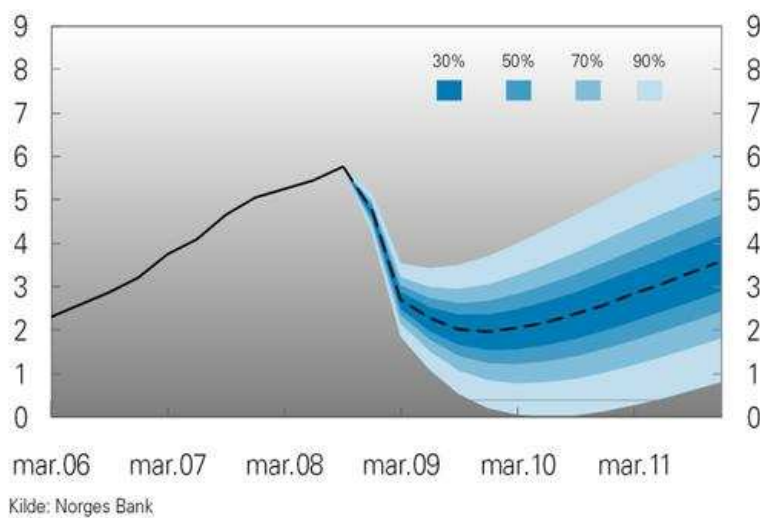
”Simply put, financial markets work more efficiently when their participants do not have to waste effort inferring the stance of monetary policy from diffuse signals generated in the day-to-day implementation of policy.” (Greenspan, 2002, s. 5)

I en artikkel av Holmsen, Qvigstad, Røisland og Solberg-Johansen (2008, s. 2) påpekes det at mer eller mindre tydelige hint og signaler er en indirekte måte å kommunisere på som gir det private informasjon om fortegnet til kommende rentebeslutninger (går renta opp eller ned), men lite informasjon om størrelsen på renteendringen.

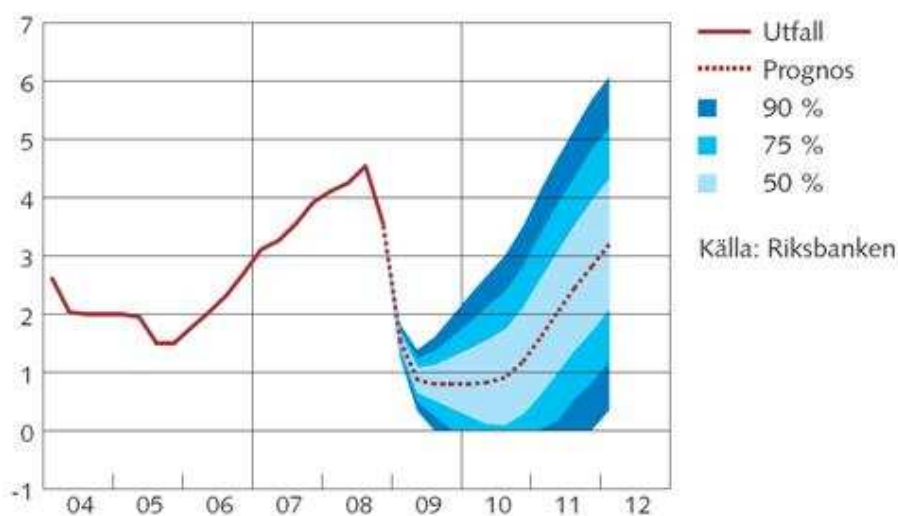
En annen måte å beskrive mer rett fram hva sentralbanken tror renten vil ligge på en stund framover, er å publisere ”strategi-intervaller”. Det vil si et intervall av en viss bredde som hovedstyret ser for seg at renten vil ligge innenfor i et gitt tidsintervall framover. Dette ble blant annet gjort av Norges bank fra 2004 fram til eksplisitte rentebaner ble tatt i bruk november 2005 (Holmsen et al. 2008, s. 22). ”Strategi-intervallet” som ble brukt av Norges

Bank hadde en bredde på normalt 1 prosentpoeng der midten ble sett på som nært et punkt estimat for styringsrenten de kommende 4 månedene (Holmsen et al. 2008, s 3). Publiserings av rentebaner er etter hvert også tatt i bruk av de mer åpne sentralbankene. Måten disse rentebanene publiseres og fremstilles på varierer noe, men blant annet Norges Bank og Sveriges Riksbank publiserer rentebaner med såkalte usikkerhetsvifter. Se figur 1 og 2.

Figur 1. Anslag på styringsrenten per 17. desember 2008 med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv.2006 - 4. kv. 2011. (Norges Bank, 2008, Nye anslag for renten 17.12.08, s. 2.).



Figur 2. Reporente med usikkerhetsintervall. Prosent, kvartalmedesværd. (Sveriges Riksbank, 2009, Penningpolitiskrapport februar 2009, s.7)

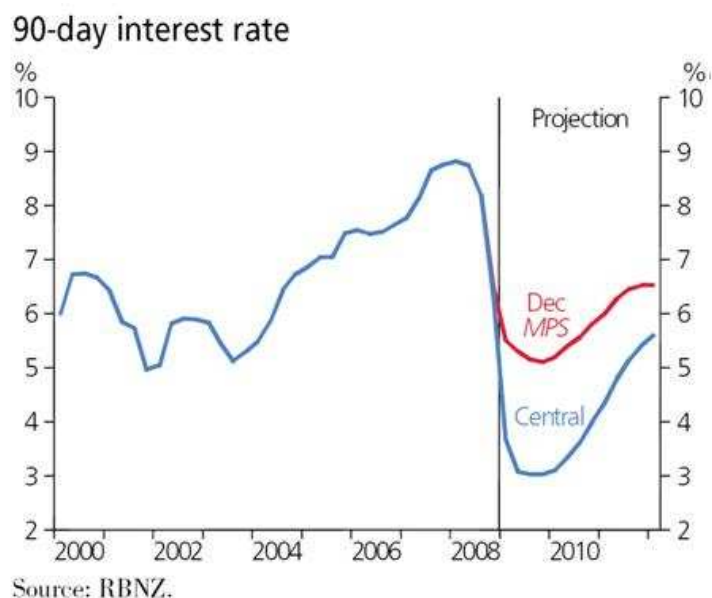


Disse figurene publiseres ikke etter hvert rentemøte, men ofte i forbindelse med inflasjonsrapporter eller når nye rentebaner er blitt vedtatt. Rentebanene er ikke fastlagte

rammer for, eller løfter om hvordan renten kommer til å bli satt, men prognoser på hva sentralbanken anser som den mest sannsynlige utviklingen for styringsrenten gitt informasjonen de har. Dette er også grunnen til at rentebanen publiseres med usikkerhetsvifte som sier noe om sannsynligheten sentralbanken anser anslagene for å ha. En formell forskjell mellom rentebanen og ”strategi-intervallet” Norges Bank har brukt, er at rentebanen er en prognose som sentralbanksjefen presenterer for hovedstyret mens det er strategien det stemmes formelt over (Holmsen et al. 2008, s 3). Rentebanen gir også anslag for renten mye lenger fram i tid enn ”strategi-intervallet”.

Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) er den sentralbanken som har publisert rentebaner lengst (siden 1997). De publiserer sine rentebaner uten usikkerhetsvifte og er ansett som punktestimater. Det er mer implisitt gitt (forstått) at disse prognosene også er usikre (Svensson 2009, s. 13). RBNZ publiserer heller ikke prognoser for sin styringsrente (Official Cash Rate, OCR), men publiserer prognoser for 90 dagers pengemarkedsrente. Sammen med rentebanen publiseres flere andre figurer deriblant figurer som viser avstanden mellom OCR og den 90 dagers pengemarkedsrenten. Et eksempel på rentebane som de publiseres i New Zealand vises i figur 3.

Figur 3. 90-day interest rate. (Reserve Bank of New Zealand, 2009, Monetary Policy Statement mars 2009, s. 5)



Publisering av rentebaner gir en mer tydelig og detaljert informasjon om kommende bevegelser i renten over en lengre tidshorisont enn de andre måtene å kommunisere på, og

kan øke effektiviteten til pengepolitikken på flere måter. Andersson og Hofmann (2008, s. 2) trekker spesielt fram 3 av disse:

i) Med rentebaner kan sentralbanken styre markedets forventninger til rentesettingen den nærmeste tiden framover og gjøre pengepolitikken mer forutsigbar, overraskelser unngås og det kan oppnå større finansiell stabilitet.

ii) Publisering av rentebaner kan også hjelpe til å signalisere sentralbankens forpliktelse til å oppnå prisstabilitet. Dette kan føre til en bedre forankring av inflasjonsforventningene.

iii) Ved å gi signaler om størrelsen på mulige framtidige renteendringer kan sentralbankens evne til å bevege/påvirke renter på mellomlang og lang sikt bedres.

Usikkerheten i prognosene som publiseres for renten utgjør mye av kjernen i debatten rundt rentebaner og informasjon om framtidig rentesetting. Noen av argumentene mot denne type informasjon tar jeg for meg senere i oppgaven. Selv om disse prognosene er usikre bør likevel sentralbanken sitte på bedre informasjon enn andre om hvordan rentesettingen vil være framover, om ikke annet så fordi det er sentralbanken selv som bestemmer renten. Svensson sier dette på følgende måte:

”The central bank should have an obvious information advantage about its own intentions for its instrument rate and be able to produce the best forecast.” (Svensson, 2009, s. 13)

Rentebanen er også en referansebane for sentralbanken selv. Det vil si at de gjerne holder seg til den oppgitte banen med mindre ny informasjon tilsier at de bør gå bort fra denne og følge en ny. Hvis dette er tilfellet vil også den nye rentebanen publiseres. Klarer sentralbanken å formidle dette tydelig kan rentebanene bli sett på med økt troverdighet siden de nå ikke bare er prognoser, men også et holdepunkt for sentralbanken selv.

Svensson (2009, s. 16) påpeker også en positiv bieffekt ved at sentralbanken publiserer sine egne rentebaner. Han påpeker at det er en generell enighet om at hele rentebanen framover er viktigere for prognoser om inflasjon og realøkonomi enn hva selve styringsrenta er på i dag. Nødvendigheten av å bli enige om en rentebane vil derfor fokusere diskusjonen i hovedstyret om hele den framtidige rentebanen og ikke bare om den aktuelle rentebeslutningen. På denne måten vil diskusjonen bli mer fremadskuende, som den jo burde være i følge Svensson. Dette underbygger han med observasjoner han selv har gjort fra Sveriges Riksbank der diskusjonen både i rentekomiteen og blant den generelle staben hovedsakelig dreier seg om

rentebanen og dens påvirkning av inflasjonen og realøkonomien, og ikke de enkelte rentebeslutningene (Svensson 2009, s. 16). Samtidig kan man jo spørre seg om det kan bli for mye fokus på framtidig rente. Hvis hovedstyret vektlegger framtidig rente for mye kan behovet for betydelig endring av renten i dag komme litt i skyggen og pengepolitikken kan bli mindre effektiv.

3.2.2 Hvordan øke forståelsen for hvordan sentralbanken opererer?

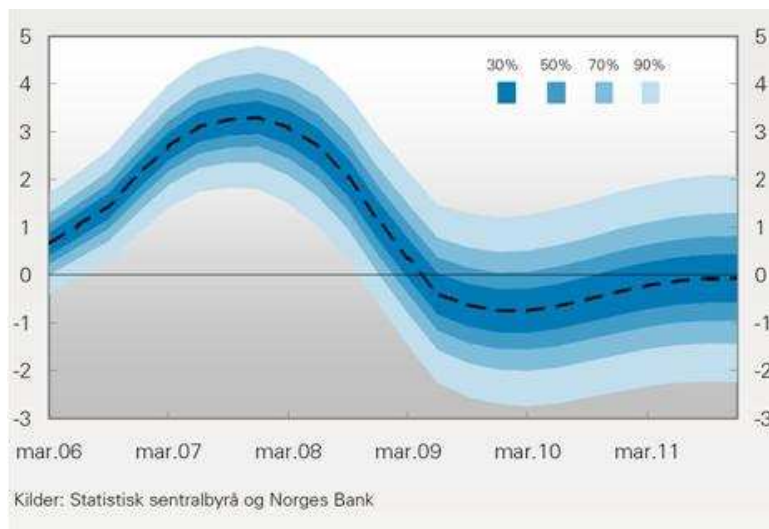
Forståelse for hvordan sentralbanken opererer og hvilke intensjoner de har med rentesettingen, hva de ønsker å oppnå og hvordan de vil handle for å oppnå dette er en viktig del av hvordan det private danner sine forventninger til renten. Det finnes også her mange måter sentralbanken kan kommunisere på for å øke denne forståelsen. Publisering av rentebaner og informasjon om hva som ligger bak er, sammen med generelle betraktninger av økonomien og hvordan hovedstyret har gjort sine vurderinger, en viktig del av denne kommunikasjonen. Norges Bank og Sveriges Riksbank publiserer inflasjonsrapporter flere ganger årlig der de gir en utfyllende betraktning av bevegelser i inflasjonen og realøkonomien og hvordan renten har påvirket disse. I disse publikasjonene er det utstrakt bruk av figurer med forklaringer og generelle opplysninger rundt pengepolitikken som sentralbanken ønsker å komme med.

Både Norges Bank og Sveriges Riksbank har, i likhet med de fleste sentralbanker med inflasjonsmål, et fleksibelt inflasjonsmål. Det vil si at de ønsker å ta hensyn til stabilisering av mer enn bare inflasjonen. Dette innebærer stort sett at sentralbanken ønsker en stabil utvikling av produksjon/arbeidsledighet sammen med stabil inflasjon. En viss stabilisering av valutakursen kan også være inkludert i dette. I inflasjonsrapportene til Norges Bank publiseres det derfor figurer med blant annet prognoser for produksjonsgapet sammen med prognoser for rentebaner og inflasjon med kommentarer. Dette er viktig for det private forventninger fordi dette er variablene sentralbanken hovedsakelig ser på når de beslutter sin rentesetting. Informasjon om hvordan sentralbanken antar at disse variablene vil utvikle seg framover er derfor en viktig del av grunnlaget for hva det private forventer sentralbanken vil foreta seg. Siden styringsrenta settes med et fremadskuende perspektiv, er det prognosene for disse variablene som gir grunnlaget for rentebeslutninger. Norges Bank bruker

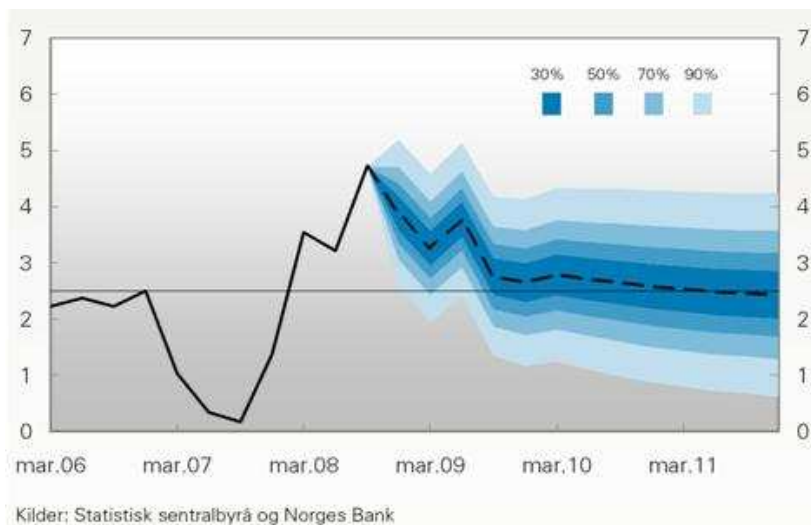
usikkerhetsvifter også for disse anslagene. Dette gjøres igjen for å presisere usikkerheten som forbindes med disse variablene. Mens usikkerhetsvifter for inflasjonsprognoser brukes for å vise at sentralbanken ikke fullstendig kan kontrollere inflasjonen, brukes usikkerhetsvifter for rentebaner for å poengtere at dette er anslag avhengig av bevegelser i usikre variabler og ikke lovnader om kommende rentesetting presiserer Holmsen et al. (2008, s. 9).

I tillegg til at økonomiske variabler er notorisk vanskelige å predikere, er produksjonsgapet ikke en eksakt målbar størrelse siden dette er forskjellen mellom faktisk BNP og potensielt BNP. Potensiell BNP er en variabel som må estimeres og presisjonen av dette estimatet er lettere å bedømme i ettertid. Under vises eksempler av figurer med produksjonsgap (figur 4), konsumprisindeks (KPI) (figur 5) og indeks for mål på kjerneinflasjon (KPIXE) (figur 6) som de vises i Norges Banks inflasjonsrapporter.

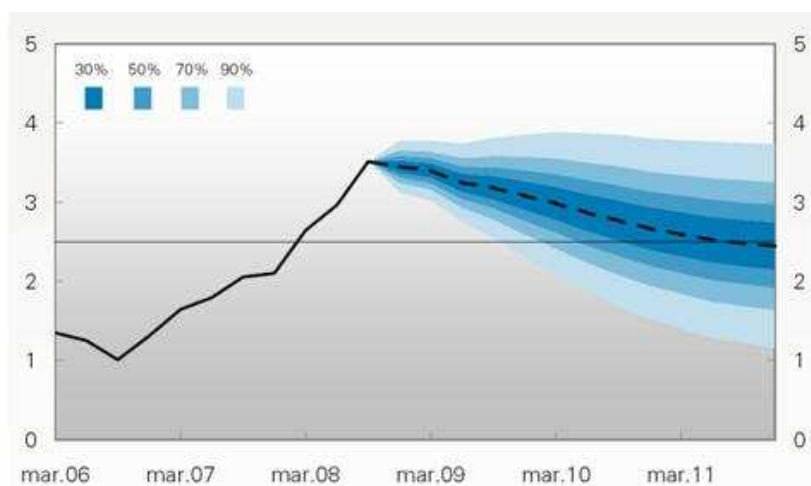
Figur 4. Anslag på produksjonsgapet i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. 1. kv. 2006 - 4. kv. 2001. (Norges Bank, 2008, Pengepolitiskrapport 3/08, s. 14)



Figur 5. Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte.
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 - 4. kv. 2011. (Norges Bank, 2008,
Pengepolitiskrapport 3/08, s. 14)



Figur 6. Anslag på KPIXE i referansebanen med usikkerhetsvifte.
Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 - 4. kv. 2011. KPIXE: KPI justert
for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. (Norges
Bank, 2008, Pengepolitiskrapport 3/08, s. 14)



Sentralbankens syn på de økonomiske utsiktene vil reflektere hvordan de ser for seg utviklingen i styringsrenten.

Publisering av referater fra rentemøtene og avveiningene gjort under beslutningsprosessen gir, utover hint om rentens utvikling, et innblikk i hvordan sentralbanken tenker og vurderer forskjellig informasjon. Satt i sammenheng med figurer av typen ovenfor vil dette gi gode muligheter for en langt dypere forståelse av sentralbankens tankegang enn ved bare å se på tidligere beslutninger. Mer eksplisitte eksempler på hvordan dette gjøres kommer i avsnittet

under, her i sammenheng med endringer i rentesettingen fra vanlig praksis og tidligere rentebaner. Her tar jeg også for meg publisering av alternative rentebaner og figurer som viser tydelig hvordan en ny rentebane skiller seg fra den forhenværende. En figur Norges Bank bruker i forbindelse med revidering av rentebaner som illustrerer vektleggingen av forskjellige aspekter i vurderingen av ny rentebane er også tatt med her. Dette er tydelige grep for å øke forståelsen for de vurderinger sentralbanken har gjort og kan være et viktig bidrag til økt forståelse av pengepolitikken og dermed mer presise forventninger og færre overraskelser i markedene.

3.3 Eksempler på kommunikasjon når rentesettingen endrer seg.

Midlertidig avvik fra vanlig praksis eller en betydelig omlegging av tidligere publiserte rentebaner vil innimellom være nødvendig for at sentralbanken skal tilpasse seg situasjonen i økonomien. Når dette skjer øker ofte risikoen for å overraske markedet og husholdningene. For å unngå at dette skjer eller for å sørge for at renteendringene får den effekten på adferden som den ønskes å få, kreves det også tilpasning av kommunikasjonen. Dette kan være hvordan det kommuniseres, hva det kommuniseres om eller rett og slett ny og endret informasjon som sentralbanken ønsker å formidle. Under har jeg tatt fram to eksempler på dette, et fra USA og et fra Norge.

3.3.1 Kommunikasjon ved midlertidig avvik fra tidligere praksis.

Woodford (2005, s. 9-12) presiserer viktigheten av at markedene får innblikk i hvordan sentralbanken opererer. Ved å være åpne og konkrete i sin kommunikasjon kan sentralbanken skape større forståelse for utførelsen av pengepolitikken. Dette kan være en viktig del av hvordan markedene skaper forventninger utover den mer direkte påvirkningen gjennom publisering av prognoser. Av denne grunn blir behovet for kommunikasjon enda tydeligere hvis sentralbanken ser det som nødvendig å midlertidig avvike fra vanlig praksis grunnet spesielle forhold i økonomien. Hvis ikke vil det kunne oppstå forvirring rundt sentralbankens handlingsmønster og intensjoner.

Woodford (2005, s. 29) trekker fram et eksempel fra sommeren 2003 da sentralbanken i USA utvidet sin bruk av kommunikasjon for å møte spesielle utfordringer i økonomien. Federal Reserve hadde redusert målet for sin Funds Rate til 1.0 % i juni grunnet utsikter til at

inflasjonen nærmet seg den lavere grensen for hva som var ønskelig. Selv om rentekomiteen var forsiktig optimistisk til utsikten for realveksten det kommende året, ble det sett på som nødvendig med vekst høyere enn potensiell vekstrate for å redusere det store produksjonsgapet. Siden det er forventningene om framtidig rentebane som i størst grad påvirker beslutninger om forbruk og prissetting, så sentralbanken det som nødvendig å gjøre mer enn å sette renten lavt der og da. Dette forklarer Woodford med at grunnet sentralbankens tidligere oppførsel ville markedets forventninger om framtidig rente skifte kraftig oppover så fort nyheter om utsikter til bedre vekst kom ut. Dette ville kunne forsinke økonomiens evne til å hente seg inn igjen og risikere å sende USA's økonomi inn i en periode med deflasjon. Ved å komme med uttalelser om at dagens pengepolitikk ville opprettholdes i en betydelig periode og å gjenta liknende signaler om fortsatt lav rente ved senere rentemøter ønsket Federal Reserve å forhindre at forventninger om renteøkning skjedde for tidlig. Gjennom å forklare at grunnet frykt for lav inflasjon ville sentralbanken tillate høyere vekst enn normalt, klarte sentralbanken å unngå at markedet la for mye vekt på tidligere responser ved utsikter til høy vekst (Woodford, 2005, s. 32).

3.3.2 Kommunikasjon ved store endringer i rentebanen.

Selv om Federal Reserve ikke har et spesifikt uttalt inflasjonsmål slik man har i Norge, kan man her trekke paralleller til for eksempel Norges Banks utførelse av pengepolitikken da den internasjonale finanskrisen begynte å gjøre sitt inntog på høsten 2008. Etter lengre tid med uvanlig lav rente selv om ressursutnyttelsen var høy, var Norges Bank blitt kritisert av flere for å legge for stor vekt på den daværende lave inflasjonen. Etter hvert som inflasjonen begynte å stige økte også Norges Bank styringsrenta gradvis fra bunnivået 1,75 % 25.05.05 til 5,75 % 24.09.08 (Norges Bank, Alle rentemøter fra 1999-2009). På dette tidspunktet hadde den internasjonale finanskrisen for alvor begynt å gjøre seg gjeldende og det ble klart at også Norge kom til å bli rammet. Grunnet Norges Banks tidligere vektlegging (eller oppfattet vektlegging) av inneværende inflasjon kunne det være en risiko for at markedet ikke ville forvente en markant nedgang i styringsrenta før utsiktene til inflasjonen også begynte å peke nedover. Følgende utdrag fra Hovedstyrets begrunnelse for rentebeslutningen 24.09.08 om avveiningen som ble gjort kan underbygge dette:

”Inflasjonen har tiltatt markert siden i fjor høst. De siste månedene har tolv månedersveksten i konsumprisene vært rundt 4½ prosent. Den underliggende prisstigningen ser nå ut til å være litt under 3½ prosent. Det er høyere enn forventet og godt over inflasjonsmålet på 2,5

prosent. Lønningene stiger mye, og veksten i produktiviteten ser ut til å avta raskere enn tidligere antatt. Samtidig har kronkursen svekket seg. Det er utsikter til at inflasjonen kan holde seg høy en tid fremover.” (Norges Bank, 2008, Vedlegg til pressemelding 24.09.08)

Det kommer klart fram i resten av dette dokumentet at hovedstyret ser på langt mer enn bare inflasjonen når det fatter sin beslutning, men det er likevel tydelig at gjeldende tall for inflasjonen da og videre utsikter til inflasjon over målet på 2,5 % blir gitt betydelig vekt for rentebeslutningen. Etter hvert som ringvirkningene av finanskrisen tiltok i kraft endret Norges Bank gradvis sin strategi og renten ble redusert med henholdsvis 0,5 %, 0,5 % (ekstra ordinært rentemøte), 1,75 % og 0,5 % de påfølgende 4 rentemøtene. Dette ble gjort til tross for at inflasjonen fortsatt lå over målet på 2,5 %. Tilsvarende forklaringer som den gjengitt ovenfor inneholdt nå setninger som:

”Inflasjonen er fortsatt høy, men kreftene som har bidratt til den høye prisveksten er nå svekket.” (Norges Bank, 2008, Vedlegg til pressemelding 15.10.08)

”Inflasjonen er fortsatt høy. Prisveksten har tiltatt markert siden i fjor høst, men kreftene som har bidratt til den høye prisveksten er nå svekket.” (Norges Bank, 2008, Vedlegg til pressemelding 29.10.08)

Renten ble redusert med 0,5 % ved begge disse rentemøtene.

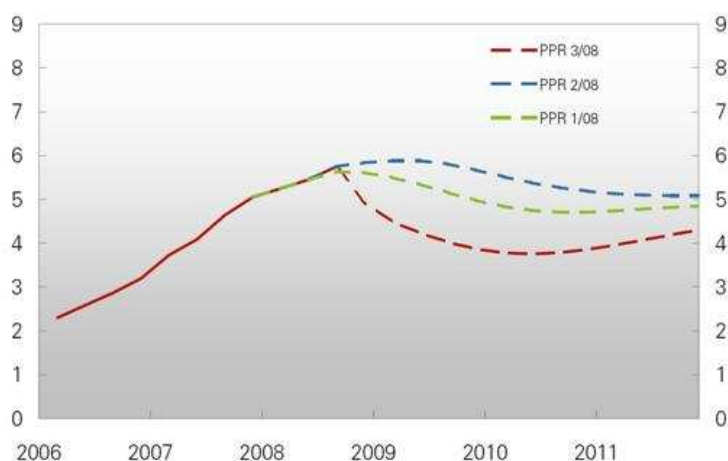
”Prisveksten faller raskere enn ventet, og faren for at inflasjonen fremover skal bli for høy er redusert. Det er avgjørende for stabiliteten i økonomien at inflasjonen fremover ventes å holde seg lav og stabil. Et troverdig inflasjonsmål og forventninger om lav og stabil inflasjon gjør det nå mulig å bruke pengepolitikken aktivt for å dempe utslagene av finanskrisen på norsk økonomi.” (Norges Bank, 2008, Vedlegg til pressemelding 17.12.08)

Renten ble redusert med 1,75 % ved dette rentemøtet.

Dette er bare små utdrag av en langt mer utfyllende forklaring gitt av sentralbanken ved hvert av disse rentemøtene. I disse begrunnelsene blir den økende påvirkningen fra finanskrisen på norsk økonomi og stadig mer negative utsikter i stor grad forklart. Det er tydelig at hovedstyret her ønsker å gi klart uttrykk for at pengepolitikken etter rentemøtet 24.09.08 kommer til å se betydelig annerledes ut enn styret da så for seg. I tillegg til den tydelige kommunikasjonen fra sentralbanken gjennom sine begrunnelser for rentesettingen, kom Norges Bank med nye rentebaner der endringen i hovedstyrets strategi er markant.

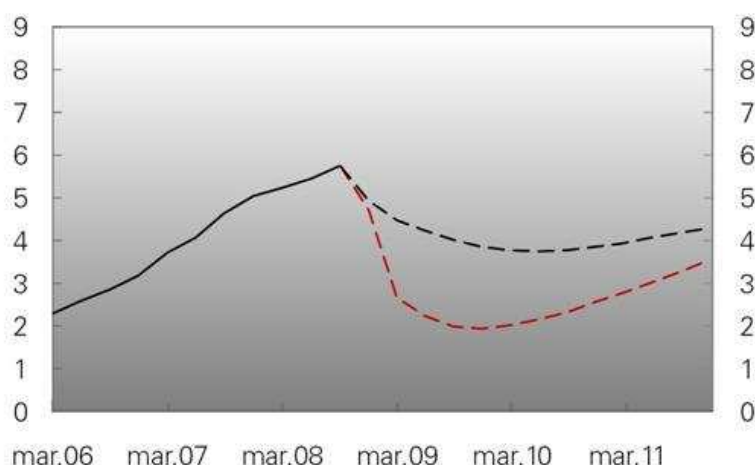
Disse figurene om bankens reviderte prognoser kom gjennom pengepolitisk rapport for 3. kvartal 08 (figur 7) og så ytterligere nedjusterte rentebaner i forbindelse med rentemøtet 17.12.08 (figur 8). Figurene understreker bankens tilpasning til den nye situasjonen og forteller markedet at til tross for inflasjon over målet på 2,5 % har sentralbanken kraftig nedjustert sine prognoser for renten framover.

Figur 7. Styringsrenten i referanse banen i PPR 1/08, PPR 2/08 og PPR 3/08. Prosent. 1. kv. 2006 - 4. kv. 2011. (Norges Bank, 2008, Pengepolitiskrapport 3/08, s. 15)



Kilde: Norges Bank

Figur 8. Styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/08 (sort linje) og nytt anslag for styringsrenten per 17. desember 2008 (rød linje). Prosent. 1. kv. 2006 - 4. kv. 2011. (Norges Bank, 2008, Nye anslag for renten 17.12.08, s. 2)



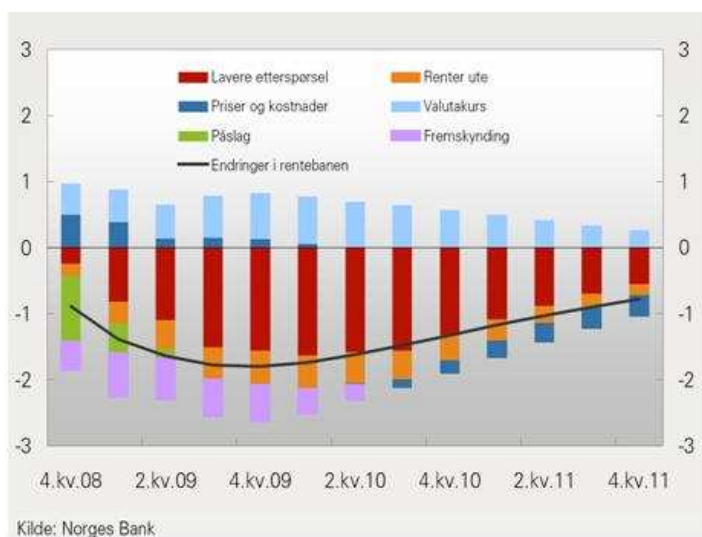
Kilde: Norges Bank

Publiseringen av rentebaner, og i dette tilfellet bruken av figur med tidligere antatt rentebane sammen med de reviderte, tydeliggjør Norges Banks endring av kurs/strategi. Rentebanene

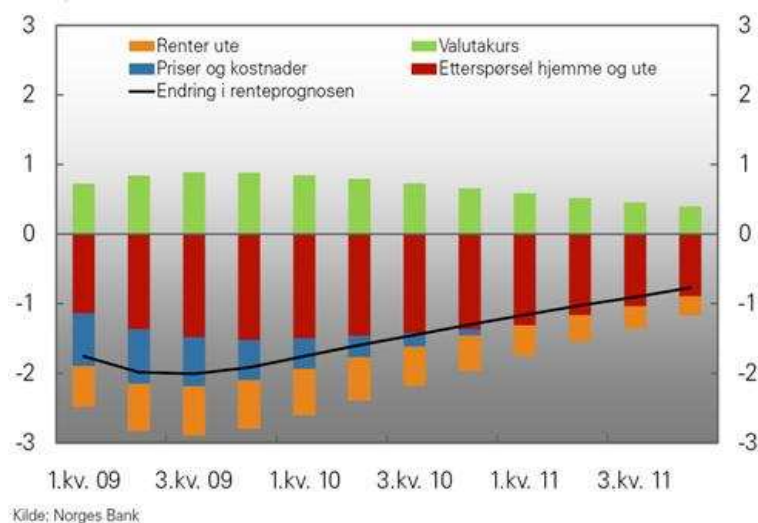
gir markedet klare signaler om økt ekspansivitet i rentepolitikken utover uttalelser om at renten kommer til å ligge lavt i en betydelig tid framover. Selv om Norges Bank i dette tilfellet ikke nødvendigvis vektlegger inflasjon mindre i sine avveininger for rentesettingen, gjør de det klart at utsiktene for inflasjon framover har endret seg dramatisk sammen med andre faktorer i økonomien. Dette påkriver videre en endring av rentesettingen som sentralbanken klart signaliserer gjennom publiseringen av nye rentebaner.

Sammen med publiseringen av reviderte rentebaner publiserer Norges Bank en figur som illustrerer det Holmsen et al. (2008, s. 4 og s.11) kaller en "interest rate account" som viser størrelsen på forskjellige sjokks bidrag til endringen av rentebanen. Dette er en figur Norges Bank bruker når den kommer med nye rentebaner for å vise tydelig hva som utgjør bakgrunnen for at rentebanen er endret. Figurene for "interest rate account" i de to siste tilfellene av endret rentebane ovenfor, henholdsvis fra Pengepolitiskrapport 3/08 (figur 9) og endring i anslag for renten 17. desember 2008 (figur 10), er gjengitt under.

Figur 9. Faktorer bak endringer i rentebanen fra PPR 2/08. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 4. kv. 2008 – 4. kv. 2011. (Norges Bank, 2008, Pengepolitiskrapport 3/08, s. 21)



Figur 10. Faktorer bak endringer i rentebanen fra PPR 3/08. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 1. kv. 2009 - 4. kv. 2011. (Norges Bank, 2008, Nye anslag for renten 17.12.08, s. 3)



Her kommer det fram hvilke sjokk og effekter som har bidratt i hvilken grad til en nedjustering av rentebanen og også hvilke effekter som har bidratt til en begrensning i nedjusteringene av rentebanen. Dette gir viktig innsikt i sentralbankens reaksjonsmønster. Det viser hvor mye forskjellige økonomiske nyheter har påvirket rentebanen eller om rentebanen er endret fordi hovedstyret vektlegger ting annerledes enn tidligere. For eksempel vektlegging av stabilitet for inflasjon kontra stabilitet i produksjon og sysselsetting.

”Having constant preferences (weights) is not a goal in itself, but the Bank finds it useful to be explicit about it when they appear to have changed.” (Holmsen et al. 2008, s. 19)

“Interest rate account”-figuren utgjør en viktig del av denne kommunikasjonen. En kan likevel spørre seg hvor enkelt det egentlig er å skille ut eventuelle endringer i vektleggingen fra disse figurene.

Hva denne figuren er bygget på, og hvilke antagelser og forbehold som må tas forklares kort i følgende sitat fra Holmsen et al. (2008):

”The “interest rate account” is a technical model-based illustration of how the change in the interest rate forecast from the previous report can be decomposed by different exogenous shocks to the model. [...] The decomposition is based on the Bank’s DSGE model NEMO, where the various exogenous shocks are categorised according to what parts of the model they enter, using a simple economic model to study the effects. Since the “interest rate

account” follows from a specific model, the exact decomposition is model-dependent and should thus be interpreted as a model-based illustration rather than a precise description of the Executive Board’s reaction pattern.” (Holmsen et al. 2008, s. 12)

Tydelig kommunikasjon når pengepolitikken endres som i eksemplene over er viktige grep for å øke det privates forståelse av sentralbankens handlingsmønster.

4. Kommunikasjon et virkemiddel i seg selv?

Kommunikasjon og publisering av prognoser og rentebaner kan være en måte for sentralbanken å skaffe seg et ekstra virkemiddel. Eller kanskje mer korrekt, en ny måte å bruke/utnytte sitt vanlige virkemiddel. Publiserte rentebaner er jo bare en effektiv måte å styre forventninger på hvis det er antatt at de gir noe informasjon om hva renten faktisk vil komme til å ligge på. Likevel gjennom å publisere sine forventninger for kommende rentesetting og til en viss grad forplikte seg til disse, kan sentralbanken påvirke økonomien uten direkte bruk av styringsrenta. Ved å signalisere fremtidige renteøkninger kan forventninger om strammere rammer i fremtiden kjøle ned økonomien i dag uten kraftige rentehevinger. Til en viss grad krever dette at sentralbanken forplikter seg til å følge opp de forespeilede rentehevingene med faktiske rentehevinger. Hvis ikke vil sentralbanken kunne undergrave sin egen troverdighet. Mindre troverdighet vil redusere bankens evne til å påvirke forventningene og kommunikasjonen vil ha virket mot sin hensikt. Her kommer vi inn på et av argumentene mot å publisere rentebaner. Ved å publisere rentebaner vil sentralbanken kunne se seg nødt til å følge en bane som ikke nødvendigvis er optimal på et senere tidspunkt. Dette kommer jeg nærmere inn på senere. Her mener noen at løsningen på dette problemet er å begrense kommunikasjonen ved å unnlate å publisere rentebaner. En annen måte å gjøre dette på er å kommunisere enda mer. Det at økonomiske forhold forandrer seg er et faktum som alle aksepterer og rentebaner som virket optimale på et tidspunkt vil kunne være utdaterte kort tid etterpå. Det er derfor viktig at sentralbanken opplyser om denne usikkerheten. Ved å publisere rentebaner med vifteform eller diagrammer med alternative rentebaner for alternative scenarier vil sentralbanken kunne flytte markedets forventninger uten å forplikte seg til å følge en bestemt bane. Kommunikasjon som virkemiddel kan for eksempel brukes som følger:

Ved økt inflasjon og utsikter til at inflasjonen vil overstige inflasjonsmålet, vil sentralbanken i utgangspunktet heve renta. Et alternativ til umiddelbar renteheving kan være å gi signaler om høyere rente framover. Dette vil gi forventninger om økte utgifter i fremtiden og redusere forbruk og investeringer i dag. Kombinasjonen av renteheving og signaler om videre oppadgående rente vil kunne flytte markedets forventninger til renten framover i tid i tillegg til høyere rente umiddelbart. Forbruk og investeringer vil reduseres både som følge av økte utgifter i dag og som følge av kommende utgifter ved høyere renter i fremtiden. Dette kan forhindre at sentralbanken må heve renten kraftig for å få ønsket kontraktiv virkning.

Hvis sentralbanken nå etter hvert ikke anser det som nødvendig eller optimalt å følge opp med like høy rente som den først forespeilet, vil kommunikasjon igjen bli viktig. Tydelige forklaringer som for eksempel at markedet korrigerer seg fortere enn forventet, eller at nye påvirkninger av økonomien krever lavere rente enn først antatt, vil kunne unngå at sentralbankens troverdighet svekkes. Klar kommunikasjon kan derfor gjøre at markedet til en viss grad kan gjøre jobben for sentralbanken som Woodford sier det.

”Insofar as the significance of current developments for future policy are clear to the private sector, markets can to a large extent “do the central-bank’s work for it,” in that the actual changes in overnight rates required to achieve the desired changes in incentives can be much more modest when expected future rates move as well.” (Woodford, 2005, s. 4)

Ved å påvirke markedenes forventninger om framtidige renter reduseres behovet for store endringer i styringsrenten i dag. Mindre svingninger i renten gir mer forutsigbarhet i økonomien. Dette kan igjen føre til mindre svingninger i valutakurser, investeringer, sysselsetting og dermed også i økonomien generelt. På denne måten kan kommunikasjon virke som et eget virkemiddel, eller i hvert fall som en viktig del av hvordan renten brukes i sentralbankens streben etter stabilitet.

Dette kan kanskje synes best når sentralbanken er i ferd med å bruke opp sitt vanlige virkemiddel, styringsrenten. Når styringsrenten begynner å nærme seg sin nedre grense (0) har sentralbanken mistet mye av sin evne til å påvirke økonomien ytterligere. Hvis veksten i inflasjonen og økonomien ikke øker selv med null i rente er det lite sentralbanken tradisjonelt kan gjøre uten å trykke mer penger. Med nullrente og deflasjon vil de økonomiske aktørene kunne øke sin kjøpekraft ved å holde på pengene sine, forbruket vil falle, noe som stimulerer til ytterligere prisfall og en negativ spiral vil kunne oppstå. Svekket tro på framtidsutsiktene eller frykt for høye rentekostnader vil kunne gi liknende virkninger. Her er det kommunikasjon kanskje mest kan fremstå som et selvstendig virkemiddel. Å kommunisere tydelig at renten kommer til å ligge lavt så lenge som nødvendig, og at sentralbanken for eksempel vil tillate en periode med høyere inflasjon enn ellers når prisene omsider begynner å stige igjen, kan være typiske tiltak for å få økonomien på fote igjen. Situasjonen beskrevet i 3.3.1 er et eksempel på en situasjon der sentralbanken nærmer seg rentens nedre grense og hvordan kommunikasjon kan brukes når dette skjer.

I dagens situasjon er denne problemstillingen igjen aktuell. Etter finanskrisens inntog og sentralbankenes vilje til å kutte stort i renten, befinner mange land seg igjen i en situasjon der styringsrenten ligger eller er på vei til å ligge nær null. Dette har for eksempel ført til at sentralbanken i USA igjen har gitt tydelige signaler om at renten vil holde seg lav i en betydelig periode framover for å stimulere til økt forbruk og investeringer. Denne typen kommunikasjon er kanskje spesielt viktig i dagens amerikanske økonomi der i hvert fall en av faktorene som har bidratt til krisen er den store gjeldsveksten og økning i lånefinansiert forbruk. Når usikkerheten rundt arbeidsmarkedet nå har spredd seg, vil jeg anta at faren for at mye av kostnadsreduksjonen rentekuttene fører til blir brukt til nedbetaling av gjeld istedenfor forbruk vil være ekstra stor. For å unngå store utgiftsøkninger når renten etter hvert stiger igjen, vil husholdninger som er usikre på sin kommende økonomiske situasjon både med hensyn til arbeidsløshet og fallende boligpriser betale ned gjeld nå, framfor å bruke pengene på forbruk. Ved å forsikre om at renten vil ligge lav i lang tid framover og ikke heves betydelig før situasjonen har stabilisert seg og utsiktene er bedret, prøver sentralbanken å unngå at rentekuttene bare går til sparing. På denne måten vil kommunikasjon og hvor troverdig disse forsikringene er kanskje være like viktige som de faktiske rentekuttene.

På en annen side trenger ikke dette å være en bevisst strategi fra sentralbanken, det kan jo tenkes at de bare opplyser om hvordan de anser situasjonen for å være. Gitt informasjonen de sitter på nå vil renten måtte ligge nær null i en betydelig periode framover, derfor opplyser de også om det.

5. Betingelser

Så langt har jeg fokusert mye på hvorfor det kan være gunstig med mye kommunikasjon og publisering av rentebaner, men vil dette alltid være tilfellet? Hvilke betingelser må være til stede for at kommunikasjonen skal ha ønsket effekt?

5.1 Hvor stor påvirkningskraft har de publiserte prognosene?

En av de grunnleggende betingelsene for at kommunikasjonen skal ha noen som helst effekt er at sentralbanken blir lyttet til. Hvis ingen eller bare noen tar Norges Banks publiseringer til etterretning, og beslutninger blir tatt kun basert på dagens rente, vil sentralbanken kunne tro de har et virkemiddel mer enn de faktisk har. Dette kan få alvorlige følger og gjøre at sentralbanken undervurderer hvilke tiltak som må til og handler for lite og for sent. La oss igjen nå bruke som eksempel en situasjon lik den i avsnittet ovenfor der sentralbanken ønsker å kjøle ned økonomien. En ikke usannsynlig fremgangsmåte vil da være å sette renten opp samtidig som det signaliseres kontinuerlige rentehevinger i tiden framover for å unngå et kraftig hopp i rentene med en gang. Dette kan fra sentralbankens ståsted virke som et kraftig tiltak uten at svingningene i renten blir for stor. Hvis derimot den oppadgående rentebanen i stor grad blir ignorert av markedet, vil en forsiktig renteheving nå kunne bli tolket som at banken ikke vurderer økonomien som veldig presset. Den forsiktige initiale rentehevingen vil dermed kunne gi ytterligere bensin på bålet. Sentralbanken vil deretter måtte gå tøffere tilverks når de første tiltakene ikke gir ønsket effekt. Da kan en boble utvikle seg for så å sprekke brutalt når banken hever renten kraftig. I tillegg kan den tidligere publiserte rentebanen og fremgangsmåten til sentralbanken i ettertid tydeliggjøre feilvurderingen og svekke tilliten.

Så hvor sannsynlig er det at markedet og offentligheten generelt i stor grad ignorerer det sentralbanken kommer med? At finansnæringen, bankene og mye av næringslivet tar hensyn til og retter seg etter Norges Banks publiseringer er etter min mening rimelig å anta, men hva med befolkningen generelt? Husholdninger og privatpersoner vil påvirkes indirekte ved at banker tar høyde for forventede framtidige renteendringer og konjunkturutsikter når de setter sine renter og vurderer lån. Det samme vil bedrifter og næringsliv gjøre når det tas beslutninger om sysselsetting, investeringer og lønnsutvikling, men vil privatpersoners

konsum og investeringer påvirkes direkte av sentralbankens signaler? Er det nødvendig at befolkningen i sin helhet holder øye med hva Norges Bank foretar seg og signaliserer? Å gi velbegrunnede og presise svar på disse spørsmålene går langt utover nivået i denne oppgaven, jeg velger likevel å resonnerer litt rundt dette fordi jeg mener det er interessante problemstillinger.

5.1.1 Påvirkning av husholdninger og privatpersoner.

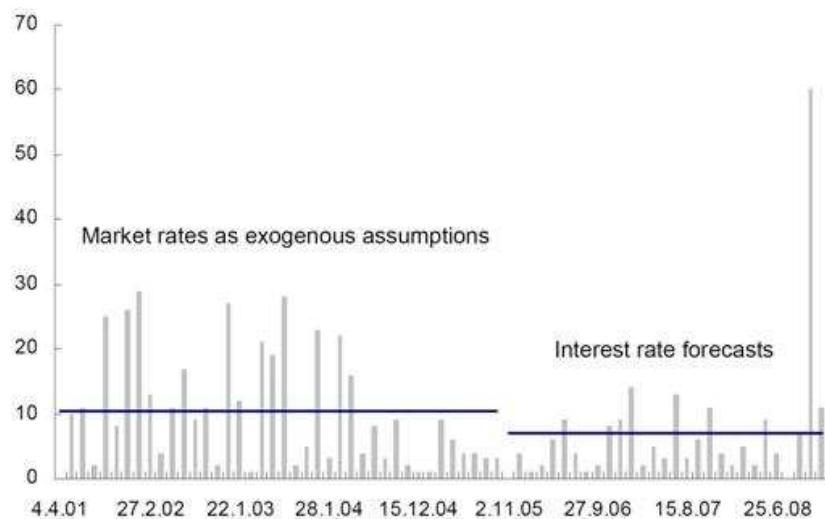
At enhver innbygger i landet til en hver tid skal gjøre seg inneforstått med og fullt ut forstå hva sentralbanken informerer om er selvfølgelig for mye forlangt. Langt fra alle er i stand til å forstå alt det Norges Bank prøver å formidle. Dette kan være vanskelig selv for eksperter på området. Likevel er det mange flere enn økonomer og spesielt interesserte som følger med på hva sentralbanken foretar seg. Dette kommer enda tydeligere fram og øker trolig i omfang når det er mer turbulens i økonomien. Sjelden har vel flere økonomer figurert oftere og mer prominent i media enn etter finanskrisen. Dette må igjen tolkes i ekte samfunnsøkonomisk ånd med at etterspørselen etter økonominyheter øker i urolige tider. Dette kan være gode nyheter for Norges Bank og de som har troen på tydelig kommunikasjon. Tidligere har jeg vært inne på behovet for tydelig kommunikasjon spesielt når sentralbanken endrer kurs og de økonomiske forholdene forandrer seg. Det vil også si at behovet for å bli hørt og forstått vil være spesielt viktig. Utsikter til store endringer i renten vil være mer interessant for mine personlige økonomiske beslutninger enn mer eller mindre umerkbare endringer i rolige tider. Dette betyr likevel ikke nødvendigvis at forståelsen av pengepolitikk og økonomiske forhold øker umiddelbart, selv om privatpersoner er mer bevisste på hva som skjer. Er det så nødvendig at alt sentralbanken publiserer blir fullstendig registrert og forstått av publikum? Når vi nå er midt inne i en internasjonal finanskriser har flere sentralbanker blitt mer spandable med informasjonen. Kraftige rentekutt følges opp med forsikringer om at renta vil holdes lav så lenge som nødvendig. I Norge er nye rentebaner blitt publisert der det kommer tydelig fram at renten kommer til å ligge lav en stund framover. Selv om enhver innbygger ikke nødvendigvis går rundt med rentebanen i hodet, er det grunn til å tro at de aller fleste nå er klar over at renten er på vei ned og trolig blir værende lav en stund. Forventningsundersøkelsen gjort for Norges Bank for 4. kvartal 2008 og 1. kvartal 2009 underbygger dette delvis der henholdsvis 52 % og 39,5 % av de spurte husholdningene tror på et fall i rentene de kommende 12 månedene, 21,9 % og 27 % tror på uendret rente (Forventningsundersøkelsen, 1. kvartal 2009, s. 37). Så Norges Banks

budskap om mer ekspansiv pengepolitikk framover er blitt formidlet til det brede publikum og det er trolig viktigere enn at alle detaljer i informasjonen blir forstått. Dette er en viktig del av sentralbankenes forsøk på å stimulere til økt forbruk og investeringer eller i det minste å begrense fallet i disse variablene. Dette er nok en av grunnene til at selv sentralbanker som er mer restriktive med å gi informasjon nå er mer villige til å fortelle at renten er på vei ned og kommer til å forbli der så lenge som nødvendig. Det er likevel verdt å merke seg at 22,8 % og 29,3 % av de spurte husholdningene, for henholdsvis 4. kvartal 2008 og 1. kvartal 2009, tror på økte renter de kommende 12 månedene til tross for at Norges Banks prognoser tydelig peker nedover (Forventningsundersøkelsen, 1. Kvartal 2009, s. 37).

5.1.2 Påvirkning av markeder.

Det som kanskje er viktigere enn at den brede befolkningen tar notis av hva sentralbanken publiserer, er hvordan markedene reagerer på økt kommunikasjon. Siden beslutninger i næringslivet og bevegelser i pengemarkedsrenter videre påvirker husholdningene i form av endring i inntekter og utgifter er det her kommunikasjonen har sin største påvirkningskraft. I artikkelen fra Norges Bank av Holmsen et al. (2008, s. 21) er bevegelsene i pengemarkedsrentene fra dagen rentebeslutningen gjøres til dagen etterpå undersøkt før og etter publisering av rentebaner ble praksis i Norge. Rentene som blir undersøkt er korttids pengemarkedsrenter med modningstid fra en uke opptil tolv måneder. For å justere for svingninger som ikke kan tilskrives sentralbankens handlinger, trekkes medianen av daglige endringer i pengemarkedsrentene fra den målte endringen. Det er kun brukt data fra etter at Norges Bank innførte inflasjonsmål for at reaksjonsfunksjonen til sentralbanken skal være tilnærmet lik. Videre deles datautvalget i to perioder. Periode 1 er fra 2001 til november 2005. Det vil si fra inflasjonsmålet ble innført til publiseringen av renteprognoser ble introdusert. Periode 2 går fra november 2005 (står november 2006 i artikkelen, men etter figuren å dømme er dette feil) til 20. November 2008. Figur 11 viser absoluttverdien av endringen i tolv-måneders pengemarkedsrenter fra klokken 12.00 på dagen da rentebeslutningen blir publisert (publiseres klokken 14.00), til klokken 12.00 dagen etterpå.

Figur 11. Endring fra dagen rentebeslutningen blir annonsert til påfølgende dag og gjennomsnittet for de to periodene. Basispunkter. (Holmsen et al. 2008, s. 22)



Av figuren kommer det fram at de gjennomsnittlige reaksjonene i markedet er mindre i perioden etter at publisering av renteprogner ble innført enn i perioden før. Forfatterne påpeker at det ut ifra figurene virker som om økningen i forutsigbarheten til rentebeslutningene startet før introduksjonen av rentebanene. Dette forklarer de med at Norges Bank i 2004 begynte å publisere et "strategi-intervall" for styringsrenten som tidligere omtalt ovenfor. Dette tolker forfatterne dit hen at det virker som om det er publiseringen av "strategi-intervaller" og ikke renteprogner lengre fram i tid som øker forutsigbarheten til rentebeslutningene. Dette kan komme av at renteprogner på kort sikt hovedsakelig gir informasjon om intensjoner for styringsrenten og er mindre påvirket av økonomiske nyheter mener forfatterne. Renteprogner lengre fram i tid reflekterer mer sentralbankens syn på den økonomiske utviklingen enn hvilke intensjoner de har for renten (Holmsen et al. 2008, s. 22). Denne undersøkelsen kan gi indikasjoner på at kommunikasjon rundt sentralbankens prognoser for renten gir økt forutsigbarhet i markedet. Det vil igjen implisere at markedet tar notis av informasjonen som kommer fra sentralbanken og også til en viss grad retter sine forventninger etter denne. Det presiseres likevel i artikkelens oppsummering at det er for tidlig å konkludere om resultatene til sentralbanker som kommuniserer på denne måten er bedre enn for de som ikke gjør det.

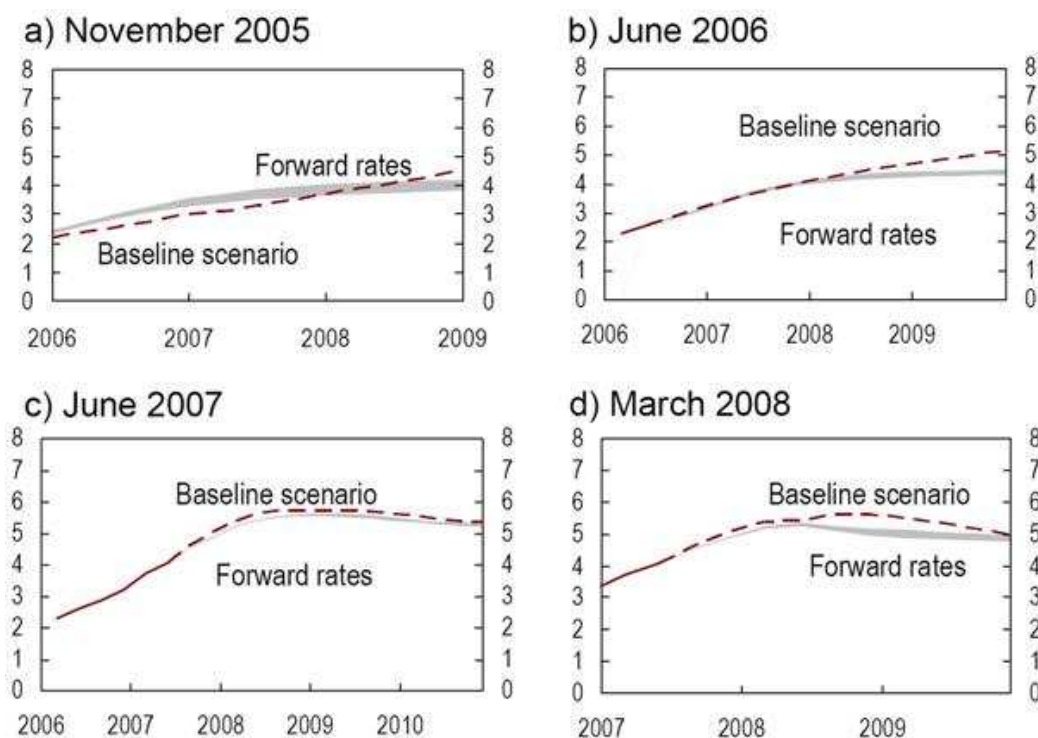
Andersson og Hofmann (2008), har utført en lignende undersøkelse for å undersøke blant annet om forutsigbarheten til sentralbanken øker når en rentebane publiseres. For Norge gjør de som Holmsen et al. (2008) og deler i en periode før og en etter rentebaner ble publisert.

Andersson og Hofman finner også at forutsigbarheten til Norges Bank på kort sikt har økt etter at rentebaner ble publisert, men påpeker at denne perioden fram til urolighetene rundt finanskrisen inntraff i stor grad var preget av finansiell stabilitet og at dette kan ha påvirket resultatet (Andersson og Hofman 2008, s. 13)¹.

Studien utført av Holmsen et al. (2008) undersøker i hovedsak om pengepolitikken er blitt mer forutsigbar. I samme artikkel ser forfatterne også på om markedets forventninger i stor grad retter seg etter prognosene som presenteres i rentebanen. Her finner de at det er stor grad av samsvar mellom markedets forventninger og sentralbankens rentebane opptil ett år fram i tid, men at det er større forskjeller lengre fram. Dette forklarer de igjen med at rentebanen for kortere tidshorisont belyser sentralbankens intensjoner, mens det på lengre sikt i større grad reflekterer sentralbankens syn på fremtidige utsikter i økonomien. Avvikene mellom rentebanen til sentralbanken og markedets forventninger er mer alvorlig hvis det reflekterer en mistro til reaksjonsmønsteret til sentralbanken enn forskjellig syn på den økonomiske utviklingen (Holmsen et al. 2008, s.20). Figur 12 viser rentebanen og markedets forventning til styringsrenten for 4 forskjellige tidspunkter som den er presentert i Holmsen et al. (2008, s. 21).

¹ Senere i artikkelen sier derimot Andersson og Hofmann at forutsigbarheten til Norges Banks pengepolitikk ikke er blitt mer forutsigbar etter de begynte å publisere rentebaner (2008, s. 17).

Figur 12. Renteprognose (Baseline scenario) og markedsforventninger (implied forward rates, adjusted for estimated risk and term premia). (Holmsen et al. 2008, s. 21)

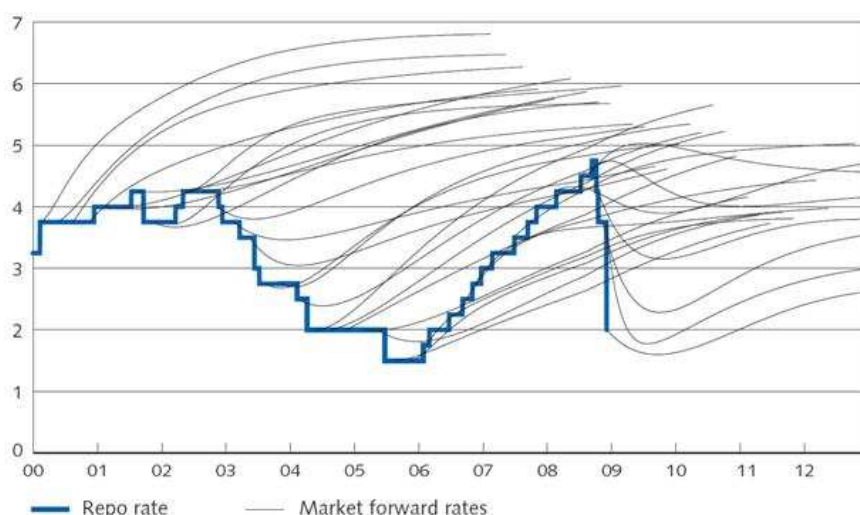


I Svensson (2009) presenteres en liknende studie fra Sverige der det er gjort et estimat av hva som best kan anses som markedets forventning til rentebanen for reporenten. Markedets forventede rentebane undersøkes så rett før og rett etter Sveriges Riksbank publiserer sin rentebane. Det vil si på slutten av dagen før publiseringen og på slutten av dagen publiseringen blir gjort. Artikkelen tar for seg 10 observasjoner der nye rentebaner er blitt publisert som presenteres i figurer. Svensson sier at markedet virket å ta rentebanene fra Riksbanken med en viss skepsis i starten, men at de ble tatt mer alvorlig etter hvert. Det virker som markedet har klart å forutse rentebanen rimelig bra i 8 av de 10 tilfellene også når det er blitt gjort ganske betydelige endringer (Svensson, 2009, s. 22). Likevel er det også tilfeller der forskjellene mellom markedets forventninger og rentebanen som ble publisert er betydelige. Det som kanskje var enda mer oppsiktsvekkende og som fikk mye oppmerksomhet var at ved noen av disse tilfellene forble det en betydelig forskjell mellom markedets forventning og rentebanen også etter at rentebanen var publisert (dette gjaldt spesielt de to første gangene Riksbanken publiserte sine rentebaner). Dette ble sett på som et tegn på at markedet anså det sannsynlig at sentralbanken ikke kom til å følge sin egen rentebane. Hvis dette kom av at markedet hadde en annen oppfattelse av hvordan økonomien kom til å utvikle seg trenger det ikke å være et problem. Kom det derimot av at markedet

ikke anser informasjonen sentralbanken kommer med som troverdig er det langt mer alvorlig. I tilfellet med de to første rentebanene viste det seg at markedet fikk rett, Riksbanken oppjusterte etter hvert sin rentebane når ny informasjon om tilstanden i økonomien ble tilgjengelig og nærmet seg med det markedets forventning (Svensson, 2009, s. 20). Dette, sammen med bedre samsvar mellom marked og rentebaner senere, kan tyde på at det var forskjeller i synet på økonomiske utsikter som var årsaken til forskjellene og ikke mangel på tillit. Det påpekes også i artikkelen at når det er skjedd store bevegelser i markedets forventninger har disse bevegelsene alltid vært i retning av Riksbankens rentebane (med to unntak for lengre renter, Svensson 2009, s. 22). Selv om Svensson mener resultatene viser at Riksbanken har klart å styre renteforventninger ganske bra innrømmer han at det ikke har vært en komplett suksess (Svensson, 2009, s. 22).

En annen figur Svensson tar med i denne sammenhengen er en figur som viser faktisk reporente og estimerer for markedets forventninger fra 2000 fram til artikkelen ble publisert (står at figuren viser renter fra 1995, men i ny utgave viser figuren kun data fra 2000) (Svensson, 2009, s. 24). Jeg velger å vise denne figuren (figur 12) fordi det illustrerer at markedet ikke har vært spesielt gode til å forutse framtidig rentesetting tidligere. Dette kan tyde på at det er et stort behov for tydelig kommunikasjon (som publiserte rentebaner) hvis markedene bedre skal kunne forutse rentesettingen (forutsatt at sentralbankens prognoser er bedre).

Figur 13. Reporente og markedsforventninger. (Svensson, 2009, s.24).



5.2 Troverdighet

En viktig forutsetning for at kommunikasjonen fra sentralbanken skal ha ønsket virkning er at markedene og befolkningen har tillit til Sentralbanken. Dette gjelder både tillit til at sentralbanken er i stand til å stabilisere inflasjonen og troverdigheten til den informasjonen sentralbanken kommer med.

5.2.1 Troverdighet for inflasjonsmålet.

For at forventningene i økonomien på lengre sikt skal forankres rundt inflasjonsmålet er det nødvendig med tillit til sentralbankens evne til å stabilisere inflasjonen. Er det tvil om sentralbanken klarer å gjøre det den skal vil ikke forventningene bli forankret og stabilitet blir vanskeligere å oppnå. Her er en av farene ved å publisere et konkret inflasjonsmål. Hvis sentralbanken har et konkret uttalt inflasjonsmål vil det bli veldig tydelig dersom sentralbanken over tid ikke er i stand til å sørge for den prisstabiliteten de har satt seg som mål å oppnå. Dette vil kunne svekke sentralbankens tillit. Er sentralbanken mindre konkret med informasjonen om hvilke mål den har vil det være mindre tydelig når de bommer.

Samtidig argumenterer flere for at nettopp dette er en positiv effekt fordi det er med på å disiplinere sentralbanken. Større fare for å bli avslørt hvis de ikke gjør jobben sin gjør sentralbanksjefene mer oppsatt på å nå de målene som er satt. Dette gjør det mindre sannsynlig at det for eksempel blir godtatt høyere inflasjon for å oppnå høyere vekst.

For en sentralbank med et fleksibelt inflasjonsmål (som så å si alle inflasjonsmål i praksis er) vil økt kommunikasjon kunne hindre at sentralbankens troverdighet svekkes når inflasjonen avviker fra målet. Cukierman (2001, s. 52) sier at en sentralbank i ettertid til en viss grad vil kunne vite hvor mye av tidligere inflasjonen som skyldes at sentralbanken har bommet, og hvor mye som skyldes midlertidig nedprioritering av inflasjonsmålet for å eksempelvis redusere arbeidsledigheten. Ved å til en viss grad opplyse om at inflasjonen avviker fra målet delvis fordi sentralbanken har prioritert andre ting vil kunne redusere faren for at sentralbanken oppfattes som inkompetent. Det vil allikevel kunne gjøre inflasjonsmålet mindre troverdig og dermed også hindre at forventningene forankres like tett til inflasjonsmålet. Sett fra en annen side vil dette kunne øke forståelsen for hvordan sentralbanken opererer og sånn sett gjøre pengepolitikk og inflasjon mer forutsigbar i framtiden.

5.2.2 Troverdige kommunikasjoner.

Når sentralbanken kommuniserer, om det så er ved pressemeldinger, rentebaner eller andre prognoser, gjør den det for å øke gjennomskiktigheten og påvirke forventninger. Hvis denne informasjonen ikke blir trodd har sentralbanken derimot et problem. Dersom markedene ikke tror på de rentebaner som blir publisert vil denne mistilliten kunne spre seg til resten av økonomien. Dette vil igjen kunne øke usikkerheten til bedrifter og husholdninger og dermed virke mot sentralbankens hensikt.

Å publisere rentebaner og prognoser øker sårbarheten for selvmotsigelser og tydeliggjøre feilvurderinger. Dette vil kunne underminere sentralbankens påvirkningskraft av forventningene. I verste fall vil det kunne så usikkerhet ved kompetansen i banken og dermed også tvil om dens evne til å oppnå målene den har satt seg. For å unngå å svekke sin egen troverdighet kan sentralbanken bli fristet til i for stor grad å følge sine egne rentebaner. For å unngå å miste tillit ved å vike fra egne rentebaner kan sentralbanken se seg nødt til å utføre en rentesetting som ikke er optimal. Dette for på kort sikt å slippe å tydeliggjøre egne feilvurderinger, men også med tanke på å øke troverdigheten til sine egne rentebaner. På den måten vil evnen til å påvirke forventningene på lengre sikt øke og dermed bedre resultatene over tid. Hvor sannsynlig det er at en sentralbank bevisst vil utføre uoptimal rentesetting for å skjule egne feil er én ting, men muligheten for å avvike fra optimal rentesetting på kort sikt for å bedre resultatene over tid er kanskje en mer interessant problemstilling.

En situasjon der sentralbanken kan få problemer med troverdigheten er når det oppstår et tidsinkonsistensproblem. Et eksempel kan tas fra diskusjonen rundt forpliktelse kontra diskresjon. Hvis en sentralbank som bruker en "commitment"-strategi blir utsatt for et negativt inflasjonssjokk vil det være optimalt å forplikte seg til å holde en ekspansiv pengepolitikk også etter at sjokket er forsvunnet. Det vil si at de vil tillate inflasjonen å være høyere enn målet. Intuisjonen er at de fremadskuende prissetterne vil ta den fremtidige ekspansive pengepolitikken til etterretning og derfor kutte prisene mindre når sjokket inntreffer. Tidsinkonsistensproblemet inntreffer når nytten av forpliktelsen realiseres i det sjokket inntreffer, da vil det ikke lenger være optimalt å holde seg til det som tidligere er lovet, altså å la inflasjonen overstige målet (Holmsen et al. 2008, s. 17). Dette gjør at signaler fra sentralbanken om at renten vil bli holdt lav i en betydelig periode framover (som i tilfellet fra USA i avsnitt 3.3.1 over) ikke nødvendigvis vil bli trodd av de private aktørene. Dette skaper utfordringer for sentralbanken, hvordan de velger å ordlegge seg og om de

tidligere har fulgt opp hva de har forpliktet seg til vil spille inn. Rentebaner kan gi relativt presis informasjon om hvor lenge og hvor lavt sentralbanken ser for seg å holde renten, men trenger ikke nødvendigvis å øke troverdigheten.

Disse farene ved å publisere rentebaner og prognoser gjør at sentralbanken kan gi seg selv mindre spillerom. Viker den for langt og ofte fra sine egne rentebaner, eller stadig vekk korrigerer prognosene sine, vil tilliten kunne svekkes. Holder den seg slavisk til egne rentebaner vil det være fare for at rentesettingen ikke vil bli gjennomført optimalt. Det er derfor viktig å se på hvordan og hvorfor sentralbanken avviker fra sine egne prognoser. Informasjon om dette vil kunne redusere risikoen for mistillit hvis begrunnelsen for å avvike er god, og tydeliggjøre for offentligheten når sentralbanken virker å avvike for mye fra optimal rentesetting.

5.3 Fungerende kredittmarkeder.

Fungerende kredittmarkeder er viktig for at pengepolitikken skal fungere optimalt. Problemene forbundet med ikke-fungerende kredittmarkeder er blitt veldig synlige i kjølvannet av den internasjonale finanskrisen. Hva har så dette med kommunikasjon å gjøre? Etter at kredittmarkedene i stor grad fullstendig tørket opp høsten 2008 ble marginen mellom styringsrentene og pengemarkedsrentene rekordstore. Dette førte igjen til at når Norges Bank ønsket mer ekspansiv pengepolitikk gikk rentene i bankene opp eller ble liggende der de var selv om sentralbanken signaliserte og utførte kutt i styringsrenten. Over tid kunne en situasjon som dette svekke tilliten til sentralbanken, som kan risikere å framstå som maktesløs. Enda større konsekvenser kan dette få hvis det også svekker tilliten til bankvesenet. Denne problemstillingen ble møtt av Norges Bank gjennom faktiske tiltak som en "bankpakke", men også gjennom forsikringer om at Norges Bank sammen med regjeringen ville fortsette å gå hardt til verks for å sikre bedre fungerende kredittmarkeder framover. Tydelig kommunikasjon om at rentene var på vei ned og ville kuttet ytterligere gjorde også at bankkundene ble mer bevisste og la mer press på bankene til å kutte rentene.

Problemer med kredittmarkedene kan få enda større konsekvenser for troverdigheten til rentebanen for de sentralbanker som publiserer prognoser for pengemarkedsrenten i stedet for styringsrenten. For eksempel vil Reserve Bank of New Zealand kunne bomme grovt med rentebanen sin for 90 dagers pengemarkedsrente hvis kredittmarkedet ikke fungerer, selv om de gjennomfører den rentesettingen de så for seg. For Norges Bank som publiserer rentebane

for styringsrenten ville det kommet tydelig fram at sentralbanken gjennomførte den politikken de signaliserte selv om pengemarkedet ikke fulgte etter. Troverdigheten til rentebanen ville da i det minste bli opprettholdt i større grad enn hvis de publiserte rentebane for pengemarkedsrenten. Tilliten til at sentralbanken er i stand til å implementere pengepolitikken som de ønsker kan derimot svekkes i like stor grad og det er tross alt mer alvorlig.

6. Negative sider ved åpenhet.

I foregående avsnitt har jeg vært inne på noen farer og begrensninger økt kommunikasjon kan føre med seg. Som nevnt i innledningen er det store forskjeller i praksisen mellom sentralbanker, også mellom de som styrer etter et inflasjonsmål. Dette gjelder som sagt spesielt hvilken tilnærming de har til kommunikasjon. Ut i fra argumentene i diskusjonen rundt kommunikasjon hittil i oppgaven, kan en spørre seg om hvorfor ikke alle sentralbanker er like åpne? Hvilke begrensninger, bieffekter eller farer følger med åpenhet og kommunikasjon, og er disse like gjeldende for alle sentralbanker eller kommer det an på økonomien og rammene de opererer innenfor?

6.1 Er det nødvendig å overraske markedene?

Som nevnt i innledningen var det tidligere sett på som en nødvendighet å overraske markedene for at pengepolitikken skulle ha noen effekt. Greenspan (2002, s. 5) sier at det på 80-tallet var en utstrakt formening blant de som utførte pengepolitikk, han selv inkludert, at for eksplisitt informasjon om målene for pengepolitikken på kort sikt ville gjøre dem vanskeligere å oppnå. Dette er først og fremst i sammenheng med at sentralbanken i USA brukte markedsoperasjoner for å påvirke pengemarkedsrenten, men man kan også trekke paralleller til andre pengepolitiske regimer. For eksempel ville en intervensjon av sentralbanken i valutamarkedet være ineffektiv når den ble utført hvis den var fullstendig forventet. Intervensjonen ville da allerede vært integrert i markedet og valutakursen ville endret seg før intervensjonen ble gjort. Når sentralbanken så kjøpte eller solgte valuta, eller endret renten ville endringen i valutakursen være neglisjerbar. Dette ville kunne føre til økt spekulasjon og feilaktig timing for når virkningen skulle inntreffe.

Senere ble det å skape uventet inflasjon sett på som et viktig virkemiddel for å stimulere veksten. Dette standpunktet stammer fra modeller med en såkalt "Lucas supply curve" der pengepolitikken kunne påvirke produksjon og sysselsetting ved å skape uforutsette endringer i inflasjonen (Holmsen et al. 2008, s. 5).

I modeller med det Cukierman kaller "expectation-augmented, Lucas-type Phillips curve" vil uventet inflasjon være eneste måte for sentralbanken å påvirke arbeidsledighet (produksjon) på. Ved å komme med prognoser og informasjon om kommende inflasjon mister dermed

sentralbanken sin evne til å påvirke konjunkturer og dette kan redusere velferden i samfunnet (Cukierman 2001, s. 54 - 57).

Etter hvert som inflasjonsmål i pengepolitikken ble innført og forventningenes rolle ble tydeliggjort er dette argumentet blitt noe mindre gjeldende. Dette er også et resultat av at renten nå settes direkte, mens det i tidligere regimer blant annet ble gjort gjennom styring av pengemengden. I modeller av mer "New Keynesiansk" karakter er kommunikasjonsens negative innvirkning på pengepolitikken sin evne til å påvirke produksjonen mindre aktuelt.

6.2 Feiloppfattelse av kommunikasjonen.

Et ofte brukt argument for begrensning av kommunikasjon er at informasjonen som blir gitt kan feiloppfattes. Hvis informasjon oppfattes annerledes enn den er ment å gjøre vil markedene reagere "feil". Dette vil igjen kunne føre til økte svingninger i økonomien og økte svingninger i styringsrenten. Hva rentebaner angår er noe av skepsisen knyttet til feiloppfattelse av selve konseptet. Noen mener rentebaner i for stor grad kan bli oppfattet bokstavelig, at rentebanen er en fastlagt kurs for renten framover og ikke et usikkert anslag for fremtidig rentesetting. Hvis sentralbanken deretter ikke følger rentebanen slavisk vil det i første omgang være store sprik mellom forventede beslutninger og faktiske beslutninger. I tillegg vil dette over tid kunne svekke markedets tillit til sentralbanken. På denne måten vil ønsket om å påvirke forventningene ytterligere gjennom bruk av rentebaner underminere sentralbankens evne til nettopp å påvirke forventningene.

Dette er et av argumentene mot å publisere rentebaner i Mishkin (2004). Mishkin setter også dette i sammenheng med publisering av andre prognoser som for inflasjon og produksjonsgap. Prognoser sentralbanken publiserer for disse variablene vil alltid være betinget på en antagelse om rentesettingen. Mishkin identifiserer tre mulige antagelser for pengepolitikken disse prognosene kan betinges på, konstant rentebane (uendret rente framover), markedsprognoser for rentebanen og sentralbankens egne prognoser for renten (Mishkin, 2004, s. 9). De to første alternativene er lite nyttige fordi de bygger på antagelser om en rentesetting sentralbanken selv ikke planlegger å følge, å publisere prognoser som bygger på denne type antagelse er derfor misvisende og kan redusere gjennomsiktigheten. Det tredje alternativet er da det eneste som står igjen, men er også problematisk av grunnene nevnt ovenfor og i kapittel 5.2.2. Publisering av prognoser for inflasjon og produksjonsgap kan derfor også være problematisk (Mishkin, 2004 s. 14).

Etter min mening er ikke svaret på dette problemet å begrense kommunikasjonen, men heller å øke og presisere informasjonen ytterligere. Rentebanene som publiseres av Norges Bank er, som vist tidligere, blant annet vist i figurer med usikkerhetsvifte (se figur 1 under kapittel 3.2.1 for illustrasjon). Her illustreres tydelig de forskjellige konfidensintervallene til estimatet slik sentralbanken oppfatter det. Sammen med tydelige forklaringer på at dette er estimer gjort ut ifra den informasjonen som er tilgjengelig på det tidspunktet figurene blir publisert bør det være liten tvil om at dette er hva banken selv forventer og ikke hva den pålegger seg selv, eller lover å gjøre i framtiden.

Svensson sier om argumentet for at rentebaner kan bli oppfattet som forpliktende at han ikke har funnet noen spor av denne type misforståelse i sin gjennomgang av pengepolitikken i New Zealand fra 2000. Han har heller ikke fått noen indikasjoner på slike misforståelser i Norge eller Sverige etter innføringen av rentebanepubliseringer her. Grunnen til dette er sentralbankenes store vektlegging av at dette er betingede prognoser og at rentebanene ofte er publisert med usikkerhetsvifte. Selv om prosedyren med usikkerhetsvifte ikke praktiseres i New Zealand virker finansmarkedet og det private likevel å forstå usikkerheten knyttet til rentebanene (Svensson 2009, s. 13). Svensson avslutter dette avsnittet med følgende betraktning ovenfor land som er motvillige til å publisere rentebaner ut ifra dette argumentet:

”It would be a very strange coincidence if the private sectors and financial markets in New Zealand, Norway, Sweden, Iceland, and the Czech Republic are systematically more sophisticated and more understanding than those in the rest of the world.” (Svensson, 2009, s. 13)

Mishkin (2004) tar også opp problemer rundt publisering av en reaksjonsfunksjon og ”avsløring” av at sentralbanker med inflasjonsmål også legger vekt på stabilisering av produksjon/arbeidsledighet. Går sentralbanken ut med prognoser for produksjonsgapet eller klare indikasjoner på at stabilisering av konjunkturer også blir vektlagt i rentesettingen kan det oppstå flere problemer. Dette kan øke muligheten for at det private oppfatter at sentralbankens oppdrag er å eliminere svingninger i produksjonen på kort sikt. Det er mer sannsynlig at det private vil øke lønninger og priser hvis de tror sentralbanken vil tillate dette. Når lønninger og priser så stiger vil sentralbanken tillate det i et forsøk på å minimere produksjonsgapet, dette vil igjen føre til ytterligere økning i lønn og priser og vi får en lønns- og prisspiral. Resultatet er en likevekt med høyere lønns- og prisnivå uten at svingningene i produksjonen er mindre. Det politiske presset på sentralbanken til å minimere svingninger i

produksjonen på kort sikt kan også øke betraktelig og underminere uavhengigheten. For ekspansiv pengepolitikk som går utover resultatene på lang sikt kan være konsekvensen (Mishkin, 2004, s. 17, 18 og 21). Her kan det igjen trekkes paralleller til situasjonen i Norge høsten 2008. Før Norges Bank publiserte sine nye rentebaner og kuttet styringsrenten 15.10.08 (se 3.3.2) var presset på sentralbanksjefen til å kutte renten fra både presse og politikere enormt. Noen talte for sentralbankesjefens avgang og det ble til og med foreslått at sentralbanken burde overstyres av finansministeren hvis ikke kutt ble utført umiddelbart. Mishkin påpeker at å late som sentralbanken ikke bryr seg om svingninger i produksjonen vil være uærlig. Å si en ting, men gjøre noe annet er så langt fra gjennomslagskraftig som man kommer. Sentralbanken kan derimot løse dette ved å forsikre om at de ikke prøver å nå inflasjonsmålet over en for kort tidshorisont fordi dette vil gå for mye utover produksjonen (Mishkin, 2004, s. 21 og 22). På denne måten beholder sentralbanken inntrykket av å ha et langtidsperspektiv i pengepolitikken sin samtidig som de viser at de også tar hensyn til produksjonen.

6.3 Feilestimer, større konsekvenser når det er offentlig informasjon enn privat?

Et annet spørsmål er om sentralbankens prognoser eller estimer er bedre enn markedenes, bedriftenes eller husholdningenes er? Morris og Shin (2002) viser at kommunikasjon fra sentralbanken kan være skadelig for økonomien dersom prognosene er for upresise. Kort fortalt går det ut på at de økonomiske aktørene i utgangspunktet lager sine egne prognoser i tillegg til at de mottar et offentlig signal om framtidig økonomiske utsikter. Både det private og offentlige signalet er usikre (inneholder støy). Hvis det offentlige signalet blir mer presist, er det to effekter, informasjonen aktørene sitter på blir mer presise og det offentlige signalet blir vektlagt i større grad. Den første effekten er positiv, mer presis informasjon gir bedre tilpasset adferd. Den andre effekten kan derimot være skadelig for økonomien fordi mindre vekt blir lagt på den private informasjonen. "Feilene" som blir gjort av de private aktørene kommer nå i større grad av feil i det offentlige signalet. Dette vil føre til at de samme feilene blir gjort av flere fordi feil i det offentlige signalet påvirker alles adferd, mens feil i den private informasjonen i stor grad kan strykes mot hverandre og vil derfor ikke ha noen innvirkning på den gjennomsnittlige adferden. Er det offentlige signalet upresist nok vil denne effekten være større enn den positive og det vil skade økonomien (gjengivelse av resultatet fra Morris og Shin som presentert av Woodford, 2005, s. 15-16). Woodford (2005,

s. 17) presiserer derimot at i Morris og Shins modell må det offentlige signalet være minst 8 ganger mer upresist enn bedriftenes egne for at økonomien skal ta skade av kommunikasjonen. Dette er basert på utregninger gjort av Svensson, publisert i en artikkel fra 2006. Disse utregningene omtales også i Svensson 2009, mer nøyaktig viser de at den offentlige informasjonen må ha en varians på målefeil som er 8 ganger variansen på målefeilen til den private informasjonen (Svensson 2009, s. 14). Svensson argumenterer videre med at informasjon fra sentralbanken sannsynligvis vil være minst like presis som den det private sitter på, og mer presis hvis denne informasjonen dreier seg om sentralbankens egne intensjoner. For konservative anslag av likhet i presisjonen mellom privat og offentlig informasjon øker offentlig informasjon alltid velferden i Morris' og Shins modell (Svensson 2009, s. 14).

Dette reiser allikevel noen viktige problemstillinger. Hvis markedene og bedriftene slutter å utføre egne prognoser eller bygger sine estimater hovedsaklig på hva sentralbanken publiserer vil konsekvensene av feilvurderinger potensielt bli større. Ta en tenkt økonomi der alle aktører i utgangspunktet bruker den informasjonen som er tilgjengelig i markedene til å lage sine prognoser om framtidig inflasjon, rente og vekst. For eksempelets skyld antar vi nå videre at det til en hver tid vil være noen som overvurderer estimatene sine mens andre vil undervurdere dem. Med andre ord noen estimerer for lave verdier noen for høye. Dette vil igjen føre til at noen overinvesterer mens andre underinvesterer, lønnsveksten blir høyere enn "nødvendig" i noen sektorer og lavere i andre og noen vil spare for lite mens andre for mye. Så begynner sentralbanken å publisere sine prognoser for de variablene vi nevnte ovenfor og alle aktører erstatter eller bygger sine prognoser på disse. Uavhengig av om disse prognosene er bedre eller dårligere er konsekvensene av feil nå større. Sett at sentralbanken kraftig overvurderer veksten i økonomien, utsikter til høy resursutnyttelse gir høye prognoser for lønnsvekst, inflasjon og rente. Aktørene tar dette inn over seg, alle forventer nå høyere utgifter framover og reduserer investeringer og forbruk. Treffes økonomien deretter av ett kraftig negativt sjokk vil den kontraktive effekten av sentralbankens signaler forsterke effekten av sjokket og resesjonen vil bli dypere. Ved undervurderinger gjort av sentralbanken vil de samme effektene kunne inntreffe med motsatt fortegn og svingningene i økonomien vil bli langt større enn før, selv om feilmarginen til sentralbankens prognoser er den samme som hver enkelt aktørs. Hvorvidt aktørene i økonomien slutter å tenke selv i så stor grad at dette utgjør et problem er vel heller tvilsomt, men hvis for mange lener seg på

samme feilaktige estimater vil det kunne bli en tydelig skjevhet i forventningene i økonomien som kan bli problematisk.

En uttalelse visesentralbanksjefen i Sverige kom med etter at Riksbanken publiserte sin egen rentebane februar 2007 er interessant i denne sammenhengen. Uttalelsen kom i en tale i forbindelse med negative reaksjoner som følge av at Riksbankens rentebaner ikke samsvarte med markedets forventninger til renten. Dette ble sett på som et tegn på manglende troverdighet til rentebanen som ble produsert. Andersson og Hofmann (2008, s. 8) siterer visesentralbanksjef Irma Rosenberg på følgende:

”The fact that other agents make their own assessment of how the interest rate will develop is essentially very positive. One of the arguments put forward against a central bank presenting its own forecast for the interest rate path was agents in the financial market would then stop making their own analyses of interest rate developments. However, these misgivings have proved unjustified.” (Andersson og Hofman 2008, s. 8)

Forskjeller mellom rentebanen og markedets forventninger kan med andre ord sees på som et sunnhetstegn og brukes som et argument mot frykten for at markedene legger for mye vekt på sentralbankens rentebaner.

Svensson påpeker at ved å publisere rentebaner med usikkerhetsvifte og konfidens intervall gis det private informasjon om sentralbankens sannsynlighetsfordeling for prognosene og gjør det mulig for aktørene å selv anslå hvor sikre/usikre estimatene er (Svensson 2009, s. 14).

6.4 Ubevisst tendens til å låse seg fast i rentebanen.

Når sentralbanken publiserer rentebaner sammen med rentebeslutninger er det et estimat på hva hovedstyret ser på som den mest sannsynlige og ideelle rentesettingen framover gitt informasjon tilgjengelig. Ved senere rentemøter blir det så drøftet om den rentebanen som ble publisert må revideres gitt ny informasjon. Sentralbanken må ta stilling til hvor sikker den nye informasjonen er, hvor store konsekvenser den vil gi og deretter hvor stor vekt informasjonen bør tillegges i rentesettingen. Hvis ny informasjon kommer som tilsier en ny vurdering må hovedstyret ta stilling til om informasjon de hadde tidligere var mangelfull eller feilaktig eller om de gjorde en feilvurdering. De fleste mennesker har en tendens til å

mislike å gjøre feil. Dette gjør at vi ofte prøver å tilpasse våre meninger til ny informasjon hvis vi konfronteres med motstridende argumenter. Dette er ikke nødvendigvis noe som gjøres bevisst. Hvis man møter gode motargumenter fra noen som ikke deler mening med deg er første reaksjon gjerne å lete etter nye argumenter for sitt eget standpunkt, eller gjenta de man allerede har kommet med. Å angripe motargumentene er også et alternativ, men sjelden godtar vi umiddelbart at vi tok feil og adopterer den andres synspunkter. Dette er for så vidt litt av sjarmen med å argumentere og gjør ofte at vi utvider vår egen horisont selv om vi fortsetter å holde på vårt. Setter vi derimot dette inn i en kontekst der et hovedstyre i sentralbanken skal vurdere om ny informasjon krever revidering av rentebanen stiller ting seg litt annerledes. Den tidligere publiserte rentebanen er det hovedstyret mer eller mindre unisont har blitt enige om er optimalt, hvem skal da argumentere for at dette er feil? For at informasjon som taler for og i mot en ny rentebane skal bli vurdert ”rettferdig” er hovedstyret nødt til å vurdere sitt tidligere arbeid objektivt. Dette er ikke nødvendigvis alltid vanskelig, hvis det for eksempel kommer sjokk som åpenbart ikke kunne forutses eller langt større tall for arbeidsledigheten enn antatt vil en ny rentebane være naturlig. Har styret derimot veid to motstridende sjokk opp mot hverandre og lagt langt større vekt på det ene enn det andre vil det kanskje være vanskeligere å vurdere argumentene annerledes enn tidligere, selv om det er indikasjoner på at argumentasjonen var mangelfull. Spesielt hvis den nye informasjonen ikke er overveldende kan dette føre til en feiltendens i rentesettingen fordi hovedstyret holder seg til sin rentebane i for stor grad. Dette kan få konsekvenser over tid. Når en rentebane vedtas og deretter publiseres øker prestisjen i vurderingene og det kan være vanskeligere å revurdere rentebanen for de som har tatt beslutningen.

6.5 Hovedstyrets beslutningsprosess.

Når en rentebeslutning tas er det etter at hovedstyret er kommet til enighet eller flertallet har stemt på denne beslutningen. Skeptikere til rentebaner og publisering av disse fremhever at det kan være vanskelig nok for et sentralbankstyre å bli enig om en rentebeslutning, hvis de nå også skal bli enige om et utkast for fremtidig rentesetting kan det nærme seg umulig. Dette gjelder spesielt i sentralbanker med store hovedstyrer og er et av argumentene for at European Central Bank ikke har innført publisering av rentebaner (Magnus Andersson ECB, seminar Norges bank 11.02.09).

Hovedstyret i den Europeiske sentralbanken er sammensatt av representanter for de forskjellige medlemslandene. Dette vil mest sannsynlig gjøre enhver beslutningsprosess vanskeligere. For de enkelte representantene må det være vanskelig å fullstendig holde nasjonale interesser utenfor og kun tenke på fellesskapets beste. Hvis hovedstyret i tillegg skulle vedta en rentebane som beskriver hvordan banken ser for seg fremtidig rentesetting vil det være muligheter for at enhver beslutning drukner i endeløse debatter. Det går allikevel an å spørre seg om en avstemning over et lite antall alternative rentebaner er mye mer problematisk enn en avstemning over rentebeslutningen. Alternativene vil trolig være flere til tider, men den rentebanen som da blir vedtatt vil reflektere det flertallet anser som mest sannsynlig. Hvis det informeres godt nok at dette er den rentebanen flertallet tror på og at dette kun er usikre prognoser vil rentebaner ikke nødvendigvis være mer problematisk for større sentralbanker.

To av landene som nå publiserer rentebaner har omgått dette problemet. I Bank of New Zealand er sentralbanksjefen den eneste beslutningstageren mens i Norges Bank kan prognosene for styringsrenta sees på som sentralbankens og sentralbanksjefens prognoser presentert for hovedstyret (Svensson, 2009, s. 15). I Sveriges Riksbank derimot besluttes styringsrenten og rentebanene som publiseres av en komité på 6 personer med lik stemmerett bortsett fra sentralbanksjefens stemme som avgjør ved uavgjort. Hvordan klarer så rentekomiteen i Sverige å bli enige om en hel rentebane? En måte Svensson 2009 nevner, foreslått i en artikkel han selv skrev i 2007, gjør at enhver komité uavhengig av størrelse kan publisere en rentebane. Denne måten kaller han "the median path". Dette går ut på at hvert medlem av rentekomiteen tegner en rentebane med styringsrenta på den vertikale akse og tidshorisonten på horisontalaksen. Deretter lager man en medianbane for hver periode av disse forslagene. På denne måten vil ikke eventuelle ekstreme rentebaner påvirke medianen. En betydelig svakhet ved dette som Svensson selv påpeker er at siden medianbanen er en rentebane sammensatt av seksjoner fra forskjellige individuelle baner er den ikke nødvendigvis optimal. Medianbanen bør derfor være et utgangspunkt for en videre diskusjon der nødvendige justeringer kan bli gjort (Svensson 2009, s. 15).

Svensson påpeker at det til nå ikke har vært noe behov for å ta i bruk metoder som dette for å komme til enighet om en rentebane for komiteen i Sveriges Riksbank, alle beslutninger har blitt avgjort ved flertallsavstemning. Det er kommet til enighet rundt rentebanen gjennom en rekke møter mellom stab og komitémedlemmer som har resultert i en rentebane for et hovedscenario som er sett på som flertallets synspunkt. På det endelige rentemøte diskuteres

dette hovedscenarioet og mulige alternativer og stemmes så over. De som skulle være uenige i denne beslutningen, utrykker den avgjørelsen og rentebanen de foretrekker og begrunnelsen for dette. En eller flere medlemmer av komiteen kan be om at et eller flere detaljerte alternativer publiseres sammen med rentebanen for hovedscenarioet og dette stemmes det så over (Svensson, 2009, s. 15-16).

Svensson nevner en grunn til at det ikke nødvendigvis er like lett å komme til enighet om en rentebane for en større komité som det er i Sverige og det er at styremedlemmene i Sveriges Riksbank er ansatte i sentralbanken på fulltid. På denne måten har de muligheten til å delta i debatten rundt rentebanen kontinuerlig under beslutningsprosessen, noe som ikke vil være mulig i like stor grad med hovedstyrer der noen er deltidsansatt ved banken (som f. eks. i Norge) (Svensson 2009, s. 17).

Et annet alternativ som kan være enklere å komme til enighet om og som i følge Holmsen et al. (2008) kan se ut til å gi liknende resultater som rentebaner er publisering av et ”strategi intervall” (se 3.2.1 ovenfor). Det vil trolig være lettere å bli enig om hva renten sannsynligvis vil ligge på 4 måneder framover, enn for eksempel 2 år. Å publisere alternative rentebaner som ble foretrukket av mindretallet kan også være en mulighet hvis dette ikke blir ansett for å gi for motstridende signaler, noe det jo er en betydelig fare for.

7. Kan og bør åpenhet og kommunikasjon økes ytterligere?

Woodford (2005, s. 8) skiller mellom fire forskjellige grupper av temaer som en sentralbank kan vurdere å kommunisere om.

Det første er sentralbankens tolkning av økonomiske forhold og sentralbankens syn på utsikter for framtiden. Dette mener han kan øke det privates forståelse av tilstanden til økonomien gjennom tilgang til sentralbankens store apparat for samling og tolkning av økonomisk informasjon.

Det andre temaet han trekker fram er innholdet i rentebeslutningene som tas i sentralbanken. Her bruker han som eksempel at Federal Reserve Bank i USA fram til 1994 ikke bekreftet at de hadde et "operating target" for Federal Funds Rate mens de nå etter hvert rentemøte publiserer tall for hva de ønsker at denne raten skal ligge på.

Videre trekker han fram en mer eller mindre spesifikk beskrivelse av den generelle strategien som ligger bak sentralbankens beslutninger som et annet tema for kommunikasjon.

Det siste temaet er kommunikasjon om utsiktene for framtidig rentesetting ut i fra informasjonen tilgjengelig for øyeblikket, uten at dette nødvendigvis illustrerer en generell regel som alltid følges.

Som det har kommet fram i denne oppgaven er sentralbankene med inflasjonsmål de som er mest åpne og villige til å kommunisere med offentligheten. I spørsmålet om åpenheten kan økes ytterligere er det de bankene som allerede er åpne og villige til å kommunisere som jeg her fortsetter å ta for meg, det vil si de som allerede benytter seg av alle de fire temaene nettopp nevnt i sin kommunikasjon. For de bankene som ikke bruker rentebaner og tydelige signaler for kommende rentesetting er det neste steget nettopp publisering av rentebaner, eller "strategi intervall" som er det naturlige for å øke kommunikasjonen ytterligere. Når det gjelder de sentralbankene som allerede er blant de mest åpne er steget videre ikke like åpenbart.

En mulig utvidelse av den informasjonen som allerede gis kan være å publisere stemmegivningen ved rentebeslutninger. Dette er et tema som jeg forstår er blitt sett på innad i Norges Bank. Ved å publisere stemmegivningen ved rentebeslutninger får offentligheten et

enda bedre innblikk i hvordan rentebeslutninger tas og hvor stor enighet det er rundt disse innad i hovedstyret. Dette kan indikere hvor stor usikkerhet det er rundt framtidige økonomiske utsikter og hvordan styrets medlemmer vektlegger forskjellig informasjon og videre utvikling. For de som mener at størst mulig åpenhet gagnar Sentralbankens arbeid eller at plikten til å informere offentligheten overskygger andre hensyn, er dette utvilsomt et steg i riktig retning. Det finnes likevel visse farer ved denne tilnærmingen. Stor splittelse innad i hovedstyret vil nå bli synlig og dette kan være problematisk. Det samme vil for stor enighet når beslutninger senere viser seg å være feilaktige. Er hovedstyret i stor grad samstemmig om enhver beslutning vil sentralbankens evne til å se på ting fra forskjellige sider kunne betviles og pengepolitikken kan bli sett på som veldig skjev i sin vektlegging av både målsetninger og informasjon. Dette kan igjen skape uro og øke usikkerheten og dermed virke mot sin hensikt. Er splittelsen derimot stor rundt beslutninger kan dette underminere sentralbankens autoritet. Ser markedet at hovedstyret er veldig splittet ved viktige beslutninger, kan troen på det som blir gjort reduseres og flere spørsmålstegn vil kunne bli stilt ved grepene banken foretar seg. Dette kan igjen føre til økt usikkerhet rundt den framtidige retningen til pengepolitikken. Økes for eksempel renten i dag mot en betydelig minoritets ønske innad i styret vil det kunne stilles store spørsmålstegn ved videre signaliserte rentehevinger. Dette vil igjen kunne føre til større eller mindre bevegelse i markedsrentene enn det sentralbanken ønsker. Økonomiske aktører kan bli mer avventende og pengepolitiske grep kan bli mindre effektive. Dette trenger heller ikke være udelt negativt, er det stor splittelse innad i hovedstyret kan dette bety at det er uenighet og usikkerhet rundt den kommende utviklingen av økonomien og mer avventende adferd kan være ønskelig inntil bedre informasjon er tilgjengelig.

Publisering av stemmegivning kan også ha en annen uønsket effekt. Eksponering av feilvurderinger gjort av enkeltpersoner, som gjentatt stemmegivning for tiltak som i ettertiden viser seg å være feil, kan føre til at medlemmer i større grad ønsker å "gjemme" seg bak flertallet. Faren for å bli framstilt som en som ofte går i mot flertallet og tar "egenrådige" standpunkter mot flertallets bedre vitende kan føre til for stor uvilje mot selvstendige synspunkter. Dette kan igjen legge til rette for "group thinking" der for stor konformitet blant beslutningstakerne fører til sneversynte avgjørelser der de samme argumentene blir vektlagt av alle.

For en sentralbank som ECB vil andre spørsmål reise seg ved en vurdering om stemmegivning skal offentliggjøres. I en stor union som EU vil de økonomiske forholdene

og framtidsutsiktene kunne variere stort fra land til land. Derfor vil også behovet for forskjellige pengepolitiske tiltak variere. Presset på medlemmene av hovedstyret til å stemme i favør av sine respektive land istedenfor unionen i sin helhet vil kunne øke. Dersom et medlem av hovedstyret stemmer for en rentebeslutning som vil virke negativ for økonomien i denne personens hjemland vil hun kunne bli utsatt for kraftig kritikk og press fra egne myndigheter. Hvis videre engasjement som medlem av hovedstyret i tillegg bestemmes av de enkelte landene vil tendensen til at særinteresser overskygger hensynet til fellesskapet være enda vanskeligere å unngå. Er dette tilfelle vil det potensielt kunne skape stor strid innad i hovedstyret og medlemmer kan beskyldes for å være illojale ovenfor unionen. Cukierman (2001, s. 67) nevner også muligheten for at en offentliggjøring av stemmegivningen i ECB vil kunne gi motsatt effekt. At frykten for ikke å virke europeisk nok vil kunne gjøre at medlemmer av hovedstyret, som også er der delvis som representanter for sitt lands synspunkter, vil endre sin stemmegivning til å virke mer europeisk. Den enkeltes videre karriere vil også kunne være avgjørende for hvordan denne personen stemmer. Ønskes en videre karriere i Europa vil stemmegivningen kunne være annerledes enn hvis den videre karrieren ligger i personens hjemland. Hovedpoenget til Cukiermann er at offentliggjøres den individuelle stemmegivningen vil avstemningene i større grad bli påvirket av politiske og private interesser spesielt når upopulære avgjørelser skal tas, dette er en av grunnene til at stemmegivning i blant annet rettsapparatet som oftest er konfidensiell.

Sveriges Riksbank startet mai 2007 en praksis som til nå er unik blant sentralbanker. Banken hadde fram til da publisert referat fra diskusjonen ved rentemøter 2 uker etter at beslutningen ble publisert. Fra mai 2007 innførte Sveriges Riksbank at disse referatene skulle komplimenteres med navn ("attributed minutes"). Det vil si at alle synspunkter og sitater skulle publiseres med navnet på den som kom med uttalelsene (Svensson, 2009, s. 25). Dette er ikke rene avskrifter, men redigerte notater fra møtene. Stabmedlemmer noterer underveis og sender så et utkast tilbake til styret som de så går gjennom og retter opp skrivefeil eller gjør poenger klarere (Svensson, 2009, s. 27).

Svensson skriver at han i utgangspunktet var skeptisk til dette tiltaket fordi han mente det kunne begrense debatten innad i styret (2009, s.25). Frykten for at argumenter brukt under debatten ved en senere anledning skulle bli brukt mot personen som sa det, av presse eller andre, vil kunne føre til at medlemmer av styret ikke tør å ta opp enkelte temaer eller komme med kontroversielle synspunkter som kan være bra for diskusjonen.

Siden Svensson kun har vært en del av rentekomiteen etter at denne praksisen ble innført har han ikke kunnet merke om debatten er blitt begrenset. Dette er naturligvis vanskelig å måle eksakt, men etter å ha forhørt seg med flere medlemmer av staben i sentralbanken som har observert møtene gjennom mange år er han blitt forsikret om at om noe så er debattene blitt bedre og mer nyansert. Dette fordi medlemmene nå er bedre forberedt i forhold til tidligere (2009, s. 26).

En positiv side ved dette er nettopp at det gir medlemmene av hovedstyret sterke incentiver til å forberede seg bedre til hvert møte. Som Svensson selv sier det så vil han nødig fremstå som dårlig forberedt til å ta en avgjørelse (2009, s. 25). Ved å knytte argumenter og synspunkter til enkeltpersoner på denne måten øker også den individuelle ansvarligheten for hvert enkelt medlem av rentekomiteen.

Større individuell ansvarlighet vil også kunne redusere risikoen for ”group-thinking” mener Svensson. Når observatører utenifra får sjansen til å se hvem som står for hvilke synspunkter blir det også lettere å identifisere hvem som bidrar til ”group-thinking” og eventuelt luke disse ut (2009, s. 26).

Styrker og svakheter ved argumentene og hvor konsistente medlemmene er over tid vil lettere kunne analyseres og kan føre til økt forutsigbarhet for hvordan de forskjellige medlemmene vil stemme (Svensson, 2009, s. 25). Svensson trekker fram at mange ekspertobservatører utenfor Riksbanken hevdet de allerede kunne knytte forskjellige argumenter til forskjellige styremedlemmer selv om dette sjelden har latt seg bekrefte. Ved å publisere hvem som står bak hvilke uttalelser vil sentralbanken kunne redusere informasjonsfordelen fulltids observatører sitter på. Mer jevn fordeling av informasjon om sentralbankens hovedstyret vil være en positiv ting mener Svensson (2009, s. 26).

Når det gjelder redigeringen av disse referatene poengteres det i artikkelen at argumenter ikke bør legges til eller trekkes fra fordi dette vil gi et galt bilde av den faktiske diskusjonen.

Et annet poeng Svensson tar opp i sin artikkel handler ikke om nye måter å kommunisere på, men er svært interessant for sentralbanker med et eksplisitt inflasjonsmål. Tidlig i artikkelen framhever Svensson at alle sentralbanker med et inflasjonsmål som han kjenner til, har et såkalt fleksibelt inflasjonsmål. Det vil si at sentralbanken ser på flere sider av økonomien enn kun inflasjonen når den setter sin styringsrente (Svensson 2009, s. 6). Dette gjelder realøkonomien generelt og da kanskje spesielt arbeidsledighet og produksjonsgapet. Dette

gjelder også for Norge der dette er spesifisert i mandatet sentralbanken er gitt. Målet for pengepolitikken beskrives av Norges Bank som følger:

”Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Pengepolitikken skal samtidig bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.” (Norges Bank, Målet for pengepolitikken, 17.03.09)

Det Svensson (2009, s. 27) etterlyser er klarere spesifisering av hva denne fleksibiliteten i inflasjonsmålet innebærer. Dette er også svært interessant i forhold til Norges Bank, som nevnt tidligere i oppgaven ble Norges Bank kritisert for å tillegge inflasjonen for stor vekt i rentesettingen i 2005-2007. Hvor stor vekt blir så andre faktorer enn inflasjonen tillagt ved rentebeslutninger og er dette en konstant vekt eller varierer dette etter forholdene i økonomien og hvilke sjokk økonomien utsettes for?

Når økonomien utsettes for etterspørselsjokk er det ofte liten konflikt mellom stabilisering av inflasjon og sysselsetting eller produksjon, men når tilbudssjokk dominerer kan dette bli et dilemma for sentralbanken. Tydeligere kommunikasjon om inflasjonsmålet alltid dominerer eller om det er en løpende avveining mellom inflasjon og produksjonsgap vil være gunstig for forståelsen av hvordan sentralbanken opererer.

Svensson mener det bør spesifiseres i inflasjonsrapportene som utgis av Sveriges Riksbank at sentralbanken streber etter å stabilisere inflasjonen samt sysselsetting og produksjon (2009, s. 27). Som nevnt er dette spesifisert i Norges Banks mandat, men det kommer ikke alltid klart fram i hvor stor grad denne avveiningen gjøres og når disse målene eventuelt kommer i konflikt med hverandre. Klarere kommunikasjon rundt dette og hvordan sentralbanken håndterer motstridende interesser i forskjellige situasjoner vil være viktig for offentlighetens forståelse av hvordan sentralbanken utfører pengepolitikken.

Dette kan også føre til en nyttig debatt om inflasjonsmålet og spørsmål rundt om ikke denne type regime er for snever i forhold til best mulig stabilisering av økonomien og konjunkturer. Vi har allerede sett noe tilløp til debatt rundt dette i kjølvannet av finanskrisen og dette tror jeg vil være en viktig del av den videre diskusjonen om pengepolitikk.

Et annet interessant poeng Svensson kommer med er at publiseringer sentralbanken gjør også bør inneholde rentebaner for realrenten. Fra standard makroøkonomisk teori er det

realrenten og forventninger til realrenten som betyr noe for effektene av pengepolitikk på realøkonomien og inflasjonen (Svensson 2009, s. 30).

”For instance, in a situation where, everything else equal, inflation and inflation expectations have shifted up, a given path for the nominal instrument rate implies that the path for the real instrument rate has shifted down. Unless the path for the neutral real instrument rate has shifted down to the same extent (which depends on what shocks have hit the economy), monetary policy has then become more expansionary.” (Svensson, 2009, s. 30)

Å publisere rentebaneprogner for realrenten vil på denne måten kunne gi et mer presist bilde av hvor ekspansiv/kontraktiv pengepolitikken faktisk er. Det vil også tydeliggjøre sentralbankens forventninger til samspillet mellom styringsrente og inflasjon og hvordan banken forventer at disse påvirker hverandre framover. Svensson påpeker at dette vil kreve en ytterligere spesifisering av hvilke mål som brukes på inflasjonsforventninger.

Andre ting som kan være nyttig for sentralbanken å kommunisere om og som jeg er litt usikker på i hvor stor utstrekning det gjøres er spørsmål rundt usikkerhet ved forskjellige prognoser og estimater og hvordan dette påvirker rentesettingen. Hvis en sentralbank er veldig forsiktig i sin reaksjon på ny informasjon, kommer dette av at informasjonen er sett på som svært usikker eller er det fordi konsekvensene for økonomien er ansett som små? Dette spørsmålet kan være viktig for det private dannelsen av forventninger til styringsrenten. Ser sentralbanken på informasjonen som svært usikker og avventer på grunn av dette vil markedet måtte ta stilling til om de deler sentralbankens skepsis eller ikke. Anser sentralbanken informasjonen som mindre betydelig gir dette markedet en indikasjon på hva sentralbanken vektlegger. Dette øker det private forståelse av pengepolitikken og gir en pekepinn på hva som kan ignoreres av økonomiske indikatorer og hva som må følges nøye for å best mulig kunne forutse renteutvikling.

Gjennom virkemidlene beskrevet i kapittel 3 og mulige nye virkemidler som det jeg er inne på i dette avsnittet forsøker sentralbanken å få markedene og de private aktørene til å reagere ”riktig” på økonomiske nyheter. Dette ønsker de å oppnå ved å informere om hvilket reaksjonsmønster banken har og hvordan renten vil utvikle seg. Hvis dette er målet hvorfor ikke bare publisere en reaksjonsfunksjon? Ved første øyekast virker denne løsningen for enkel og det er den jo for så vidt også. Holmsen et al. (2008) sier at siden ingen sentralbank følger en spesifikk reaksjonsfunksjon ville det vært misledende å publisere en matematisk

framstilling av en slik reaksjonsfunksjon for å beskrive sentralbankens handlingsmønster. Pengepolitikken er alltid preget av skjønn og dette ville være en grov forenkling som kan gi et feilaktig inntrykk av presisjon og også være så generell at det faktisk gir lite informasjon (Holmsen et al. 2008, s. 10). Dette er gode argumenter som jeg også er enig i. Likevel videre i artikkelen står det at Norges Bank faktisk selv bruker forenklede reaksjonsfunksjoner (som for eksempel en Taylor-regel) i sin evaluering av egen rentesetting ("cross-checking") (Holmsen et al. 2008, s. 16). Hvis sentralbanken selv bruker slike funksjoner i evalueringen og beslutningsprosessen for rentesettingen vil også det private ha nytte av en publisering av denne funksjonen. Dette har Norges Bank også for så vidt gjort. I Holmsen et al. (2008, s.15) er en generell Taylor regel, som Norges Bank brukte til å modellere rentebaner når de først begynte å publisere disse, oppgitt. Vel og merke uten at de forskjellige vektene er spesifisert. En reaksjonsfunksjon vil ikke gi et helt presist og korrekt bilde av sentralbankens reaksjonsmønster, men som jeg har påpekt gjentatte ganger ovenfor, rentebaner gir heller ikke et helt presist og korrekt bilde av fremtidig rentesetting. Begge deler vil være avhengig av usikker informasjon og skjønnsvurderinger og vil jevnlig måtte revideres og endres. Vektene i reaksjonsfunksjonen vil endre seg enten fordi hovedstyret har endret oppfatning eller av nye forhold i økonomien, men dette kan sentralbanken forklare som de forklarer hvorfor rentebanen endrer seg. Reaksjonsfunksjonen vil ikke være en korrekt beskrivelse av sentralbankens reaksjonsmønster, men vil være et utgangspunkt som sammen med ytterligere informasjon kan være med å tegne et bilde av reaksjonsmønsteret. Akkurat som rentebaner ikke er en korrekt beskrivelse av kommende rentesetting, men er en usikker prognose som det private kan ta utgangspunkt i.

8. Konklusjon, oppsummering.

Siden sentralbankkommunikasjon og publisering av rentebaner er et relativt nytt fenomen, er det vanskelig å komme med konklusjoner om hvilke resultater det har gitt. Avslutningsvis vil jeg derfor komme med en mer subjektiv vurdering av noen av de forskjellige aspektene ved kommunikasjon jeg har vært innom.

Siden det er vanskelig å si noe sikkert om åpne sentralbanker oppnår bedre resultater enn andre er det lettere å se på om kommunikasjonen har den effekten den er ment å ha. For eksempel på forventninger og mulighetene til å evaluere pengepolitikken.

Økt åpenhet gir de som er utenfor sentralbanken bedre mulighet til å overvåke pengepolitikken. Dette gir incentiver til at de styrende organer i sentralbanken gjør det de kan for å oppnå de målene som er satt. Om dette er nødvendig for at de som utøver pengepolitikken skal gjøre sitt ytterste er en annen sak, men økt åpenhet vil i alle fall bedre mulighetene for evaluering. Hva det så må være åpenhet om er et annet spørsmål. Tydelige, målbare mål for sentralbanken er åpenbart nyttig for å kunne evaluere resultatene. Jeg er ikke like sikker på at åpenhet på mange andre områder er like nødvendig for å oppnå god nok ansvarliggjøring. På en annen side kan stor åpenhet rundt fremgangsmåte og tankegang innad i sentralbanken bidra til en bedre faglige debatt og sånn sett bedre pengepolitikken over tid.

Når det gjelder forventninger er det liten tvil om forventningers viktige rolle for økonomiske avgjørelser. Hvis økt kommunikasjon bedrer sentralbankens evne til å påvirke forventningene vil dette kunne gi en stor forbedring av effektiviteten til pengepolitikken. Spørsmålet er da hvilke type kommunikasjon bedrer evnen til å påvirke forventningene?

Et konkret inflasjonsmål virker å være godtatt av mange som en god måte å forankre langsiktige inflasjonsforventninger på. Det gir samtidig en god målestokk for hvor effektiv pengepolitikken er. Faren ved inflasjonsmålet er at det kan gi en for snever pengepolitikk som kan gå utover andre viktige sider av økonomien. Estimeringen av inflasjon vil heller ikke være perfekt, men jeg har inntrykk av at de fleste, i hvert fall Norge, mener sentralbankens mål gir et godt nok bilde av bevegelsene i prisutviklingen. Så vidt meg bekjent har ingen land med inflasjonsmålregime gått tilbake på dette i ettertid selv om det er

blitt gjort modifikasjoner. Dette kan tyde på at sentralbankene og myndighetene fram til nå er relativt fornøyd med resultatene inflasjonsmålet har gitt.

Styring av forventninger til renten og andre økonomiske aspekter også på kortere sikt er det som skaper mest debatt og spesielt da publisering av rentebaner. Jeg mener sentralbanken er i en langt bedre posisjon enn andre til å komme med prognoser på renten og kanskje også andre variabler. Tydelig kommunikasjon om hvordan sentralbanken ser for seg fremtidig rentesetting og økonomisk utvikling vil derfor forbedre presisjonen i forventningene. Jeg mener det er gunstig for økonomien at pengepolitikken er mer forutsigbar og det privates forventninger er mer presise, men i hvor stor grad dette gjør pengepolitikken mer effektiv er som sagt for tidlig å si. Det er likevel indikasjoner på at publisering av rentebaner og informasjon om tankemåten bak rentebeslutninger gjør pengepolitikken mer forutsigbar og at markedet, i hvert fall i Norge, tar rentebanen til etterretning. Norges Bank virker derfor å oppnå det de ønsker med sin kommunikasjon så får videre undersøkelser gi svar på hvor avgjørende dette er for økonomien etter hvert som tiden går. Argumentene for publisering av rentebaner er etter min mening gode, men effektene er altså langt fra bekreftet.

Derimot mener jeg at flere av hovedargumentene *mot* publisering av rentebaner ikke er like overbevisende. Ut ifra de artiklene jeg har lest i forbindelse med denne oppgaven og min egen oppfatning virker det for meg lite trolig at rentebaner, som de publiseres av Norges Bank og Sveriges Riksbank, blir oppfattet som løfter om fremtidig rentesetting. Norges Bank er veldig tydelige på at dette er usikre prognoser og jeg ser ingen grunn til at dette skal misforstås.

Det virker heller ikke som det er stor motvilje blant sentralbankene mot å endre rentebanene hvis dette er sett på som nødvendig. Om dette svekker troverdigheten er selvfølgelig vanskelig å svare på, men over tid vil jeg tro det svekker troverdigheten i større grad hvis rentebanene sjelden blir endret selv om de økonomiske forholdene forandrer seg.

At det kan være vanskelig for en rentekomiteé med mange medlemmer å bli enig om en hel rentebane er for så vidt et forståelig argument. Norges Bank og RBNZ har likevel vist at det går an å unngå dette problemet. Sveriges Riksbank har også vist at det å bli enige om en rentebane lar seg gjennomføre også for en rentekomiteé, vel og merke en komité kun bestående av 6 personer. Forslagene til Svensson (2009, s. 15), nevnt i 6.5, er også måter eventuelle problemer i beslutningsprosessen kan løses på som jeg tror er gjennomførbare.

Et argument som potensielt kan gi større problemer er at feil i offentlig informasjon gir større konsekvenser enn feil i privat informasjon. Jeg har vanskelig for å tro at prognosene til Norges Bank er så upresise som modellen til Morris og Shin (2004) krever for at det skal være skadelig for økonomien. Feil vil likevel forekomme og hvis nok aktører i økonomien gjør avgjørelser på grunnlag av samme feilaktige informasjon kan det få konsekvenser.

Når det gjelder spørsmålet om sentralbankens prognoser har erstattet de privates, virker det ikke som om dette er et stort problem i Norge ennå. I hvert fall ikke blant de store aktørene og finansinstitusjonene. Dette er da heller ikke å forvente i og med at informasjonen fra sentralbanken ikke har vært tilgjengelig så veldig lenge. Det kan derimot tenkes at hvis denne praksisen opprettholdes og prognosene sentralbanken kommer med blir ansett som brukbart presise vil de gradvis kunne ta over for det privates egne prognoser over tid. Dette kan bli et problem etter hvert hvis det å bruke ressurser på å lage prognoser blir sett på som overflødig når disse er tilgjengelig gratis. Hvis dette problemet skulle oppstå kan det være vanskelig å oppdage i og med at det kan skje gradvis og over tid og derfor skape problemer uten at sentralbanken nødvendigvis er klar over det. Hvor sannsynlig dette scenarioet er og hvor alvorlig det vil være vil jeg ikke spekulere i, men det kan bli et potensielt problem.

Den videre utviklingen i kommunikasjon fra sentralbanker som allerede er veldig åpne er ikke så lett å forutse. I kapittel 7 over har jeg tatt for meg mulige nye områder og måter å kommunisere på, spørsmålet er om dette er ting som bør gjennomføres eller ikke. Det er ikke gitt at enhver form for økt åpenhet vil være positivt, for mye informasjon om for mange detaljer kan til og med tenke seg å forvirre mer enn oppklare, spesielt for de som ikke er eksperter på området. Personlig synes jeg flere av forslagene er interessante, men hvor stor forskjell de vil utgjøre er jeg mer usikker på. Spesielt ville jeg gjerne hatt mer åpenhet rundt fleksibiliteten til inflasjonsmålet, hvor stor vekt blir hensynet til andre variabler tillagt i rentesettingen? Om dette øker effektiviteten til pengepolitikken noe særlig er jeg usikker på, men det ville gjort det enda klarere hvilke mål sentralbanken faktisk styrer etter og sånn sett øke forutsigbarheten og også kunne gi en bedre målestokk å evaluere etter. Publisering av stemmegivning og referater med navn vil også være interessant for mange, men hvor stor forskjell dette vil utgjøre for dannelsen av forventninger er jeg mer usikker på.

Hvordan vil så den videre trenden i pengepolitikken være? Vil flere sentralbanker følge etter og publisere rentebaner? Vil Norges Bank, Reserve Bank of New Zealand og Sveriges Riksbank slutte å publisere sine rentebaner? Å svare på dette vil jo selvfølgelig være ren

spekulasjon, men *jeg* tror trenden vil bevege seg mot mer kommunikasjon og ikke mindre. Sentralbankene som har tatt åpenhet til nye høyder virker på meg fornøyde med sin ”nye” praksis og at flere etter hvert har fulgt etter tyder på at også andre anser fordelene som større enn ulempene. At den optimale måten å utføre pengepolitikk på med dette er funnet er vel lite trolig, gitt hvordan tidligere pengepolitiske regimer ble hyllet for så å vike plassen for nye. Jeg tror allikevel økt åpenhet og kommunikasjon er kommet for å bli og at mystikkens pengepolitikk er over.

Kildeliste

Andersson, M. og B. Hofmann (2008): "Gauging the effectiveness of Central bank forward guidance", <http://www.wlu.ca/viessmann/CBCOM/Andersson.pdf>, lastet ned 11.02. 2009.

Cukierman, A. (2001): "Accountability, Credibility, Transparency, and Stabilization Policy in the Eurosystem", *The Impact of EMU on Europe and the Developing Countries*, Oxford University Press, s. 40-75.

"Forventningsundersøkelsen 1. Kvartal 2009", utført av Perduco for Norges Bank. http://www.perduco.no/rapporter/20090311_nb_2009q1_rapport_low.pdf, lastet ned 20.04 2009.

Greenspan, A. (2002): "Chairman's Remarks", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, juli/august 2002, 84(4), s. 5-6.

Holmsen, A., J. F. Qvigstad, Ø. Røisland og K. Solberg-Johansen (2008): "Communicating Monetary Policy Intentions: The Case of Norges Bank", *Norges Bank Working Paper* 2008/20.

Mishkin, F. (2004): "Can Central Bank Transparency Go Too Far?" *National Bureau of Economic Research working paper* 10829.

Morris, S. og H. S. Shin (2002): "The Social Value of Public Information", *American Economic Review* 92, 1521-1534.

Norges Bank: "Alle rentemøter fra 1999-2009", http://www.norges-bank.no/templates/article___70412.aspx, lastet ned 25.02. 2009.

Norges Bank: "Målet for pengepolitikken", http://www.norges-bank.no/templates/article___68667.aspx, lastet ned 17.03. 2009

Norges Bank (2008): "Pengepolitiskrapport 3/2008", http://www.norges-bank.no/upload/72324/291009_ppr308web.pdf, lastet ned 10.03. 2009.

Norges Bank (2008): Vedlegg til pressemelding 24.09.08: "Hovedstyrets begrunnelse for rentesettingen", http://www.norges-bank.no/templates/article___72197.aspx, lastet ned 25.02. 2009.

Norges Bank (2008): Vedlegg til pressemelding 15.10.08: "Hovedstyrets begrunnelse for rentesettingen", http://www.norges-bank.no/templates/article____72413.aspx, lastet ned 25.02. 2009.

Norges Bank (2008): Vedlegg til pressemelding 17.12.08: "Hovedstyrets begrunnelse for rentesettingen", http://www.norges-bank.no/templates/article____73132.aspx, lastet ned 25.02. 2009.

Norges Bank (2008): "Nye anslag for renten 17.12. 2008", http://www.norges-bank.no/upload/pengepolitikk/nye_anslag_for_renten_2008_12_17.pdf, lastet ned 25.02. 2009

Reserve Bank of New Zealand (2009): "Monetary Policy Statement March 2009", <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/statements/mar09.pdf>, lastet ned 23.03. 2009.

Sveriges Riksbank (2009): "Peningpolitiskrapport februar 2009", http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/2009/PPR0902/PPR_feb_09.pdf, lastet ned 23.03. 2009.

Svensson, L.E.O. (2006): "Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro Transparency, Not Con", *American Economic Review* 96, s. 448–451.

Svensson, L.E.O. (2007): "Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting", in Mishkin, Frederic, and Klaus Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary Policy under Inflation Targeting*, Banco Central de Chile, s. 187–225.

Svensson, L.E.O. (2009): "Transparency under Flexible Inflation Targeting: Experiences and Challenges", *Sveriges Riksbank Economic Review* 1/2009, s. 5-44.

Woodford, M. (2005): "Central-Bank Communication and Policy Effectiveness", paper presented at Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on "The Greenspan Era: Lessons for the Future", Jackson Hole, Wyoming, August 25-27, 2005.