

Pengepolitikk etter finanskrisen.

Pengepolitikk og finansiell ubalanse

av

Per Halvor Vale

Artikkelen tester om norsk pengepolitikk ble endret etter erfaringene med finanskrisen. Analysen konkluderer med at Norges Bank nå tar på alvor at finansielle ubalanser som får tid til å bygge seg opp, kan bli farlig og representerer en trussel for den makroøkonomiske stabilitet. Den viser blant annet at etter 2011 har banken holdt høyere styringsrente enn det de tradisjonelle pengepolitiske målene skulle tilsi. Artikkelforfatteren mener at denne «Leaning against the wind» - strategi gir pengepolitikken stor fleksibilitet og er et målrettet tiltak ved finansiell ubalanse. Han er imidlertid skeptisk til at politikk for å få finansiell stabilitet skal bli en integrerende del av pengepolitikken og et mål på linje med de tradisjonelle penge-politiske målene om prisstabilitet og full sysselsetting. Førsteforsvaret for finansiell stabilitet må fortsatt være krav til bankenes kapitaldekning, likviditetskrav og skatte-systemets utforming som Finanstilsynet og finansdepartementet har sin hånd over.

1. INNLEDNING

Finanskrisen i 2008/2009 førte til den dypeste resesjon i vår del av verden siden den store depresjonen på 1930-tallet. Studier og forskning viser at den siste krisen ble utløst av ubalanser i de finansielle markeder (Ball, 2009). En kan ikke hevde at pengepolitikken skapte finanskrisen (Holden, 2010), men kanskje kunne det økonomiske tilbakeslaget blitt mindre hvis pengepolitikken hadde brydd seg mer om ubalanser i finansiell sektor – og ikke bare i den grad de påvirker de pengepolitiske målene om stabil, lav inflasjon og et lavt produksjonsgap (Delong, 2016). Artikkelen tar utgangspunkt i denne problemstillingen og spør om norsk pengepolitikk har tatt slik lærdom. Den underliggende hovedhypotese er at norsk pengepolitikk etter finanskrisen bryr seg mer om ubalanse i finansielle markeder.

Artikkelen er i det videre organisert i følgende kapitler: 2) Presisering av problemstilling, 3) analysemetode, 4) instrumentfunksjoner, 5) data og beregninger, 6) empiriske resultater og diskusjon, 7) konklusjoner.

2. PREISERING AV PROBLEMSTILLING

Norges Bank gav i begynnelsen av 2000-tallet opp målet om fast valutakurs og har senere ønsket å føre en pengepolitikk som minimaliserer inflasjonsgapet og produksjonsgapet (Kleivset, 2012). Før finanskrisen var hovedoppfatningen at pengepolitikken kunne se bort fra ubalanser i de finansielle markeder som ikke direkte påvirket inflasjons- og produksjonsgapet (Holden, 2010). Noen lærte av finanskrisen at dette var feil og at selv små ubalanser over tiden kan bygge seg opp og bli farlige bobler og true den makroøkonomiske stabilitet. Disse vil hevde at den nye pengepolitikken på begynnelsen av 2000-tallet også var for snever. Det er i dag stigende enighet om at pengepolitikken bør sikte bredere og ta hensyn til andre ting enn inflasjon og produksjonsmålet (Norges Bank Watch 2014 og 2015).

En måte pengepolitikken kan motvirke oppbygging av finansiell ubalanser på er ved «leaning against the wind» (Woodford, 2012). Dette siste vil si å sette en høyere styringsrente enn det inflasjons- og produksjonsmålet tilsier. I den grad en høyere rente hindrer oppbygging av

finansielle ubalanser, vil en redusere sannsynligheten for makroøkonomisk destabilisering og økonomisk krise.

Blant annet Norges Bank Watch 2017 kritiserer Norges Bank for ikke å ta skrittet fullt ut og ha finansiell stabilitet som et mål på linje med inflasjonsmålet og full sysselsetting. Jeg vil til slutt kommentere denne kritikken.

3. ANALYSEMETODE

Sentralt i analysen er instrumentfunksjonen. En instrumentfunksjon beskriver en pengepolitisk retningslinje.¹ I denne studien skal funksjonen beskrive de pengepolitiske retningslinjer Norges Bank fikk tidlig på 2000-tallet. Denne instrumentfunksjon er estimert i et relevant datamateriale, dvs. fra 2003/2 (da jeg tenker oss at den nye pengepolitikken er satt ut i livet) og fram til 2012 da erfaringene med finanskrisen er fordøyd og ifølge artikkelens hypotese fører til at pengepolitikken følger et nytt spor.

Ved hjelp av den estimerte funksjonen er laget «out of sample forecast» for styringsrenten, gitt de inflasjonsgap, produksjonsgap og andre eksogene variabler en kan observere i forecastperioden. Vi kan tolke kurven av forecastene som hva styringsrenten til Norges Bank ville blitt etter 2011 dersom pengepolitikken før finanskrisen var blitt ført videre. Et avvik mellom den rentebane den nevnte instrumentfunksjonen genererer og de styringsrenter som sentralbanken faktisk har besluttet i perioden, vil være et uttrykk for at det har skjedd endringer i norsk pengepolitikk. Før en kan konkludere med at endringen i pengepolitikken skyldes et ønske om å sikre finansiell stabilitet, må avviket mellom de to rentebanene være konsistent med nettopp en slikt ønske.

Analysemetoden ble benyttet i Vale (2015), men brukes her i et datamateriale som dekker en lengre periode, samtidig som artikkelen går nærmere inn på hvordan hensynet til finansiell stabilitet kan / bør bygges inn i pengepolitikken.

¹ Svensson (2004) diskuterer instrumentfunksjoner kritisk og foretrekker «Targeting rules». Svensson inkluderer i begrepet «Targeting rules» funksjoner som avledet av å minimalisere en tapsfunksjon. Det er en slik instrumentfunksjon som er brukt i denne artikkelen.

4. UTLEDNING AV INSTRUMENTFUNKSJON

Norges Bank har som generelt mål med sin pengepolitikk å maksimere velferden til befolkningen i landet. I følge økonomisk teori kan en konkretisere denne politikken ved å gå veien om det duale og minimalisere bankens tapsfunksjon i likning (1). Det første leddet i likningen viser velferdstapet ved at prisstigningen (π_t) avviker fra inflasjonsmålet (π^*). Det neste leddet viser velferdstapet ved at produksjonen avviker fra produksjonsmålet og det blir arbeidsledighet. Det tredje leddet reflekterer et ønske om stabilitet i styringsrenten og rammebetingelsene til næringslivet og husholdningene. Symbolet E betegner informasjon som er tilgjengelig og kjent, α -parameter er en diskonteringsfaktor og λ_y og λ_i er ukjente koeffisienter som uttrykker hvilken vekt produksjonsmålet og rentestabilitet har sammenliknet med inflasjonsmålet.

$$\text{Min} = E \sum_{t=0}^{\infty} \alpha^t \left((\pi_t - \pi^*)^2 - \lambda_y y_t^2 + \lambda_i (i_t - i_{t+1})^2 \right) \quad (1)$$

hvor π_t er forventet inflasjon på tidspunkt t (målt ved KPI-JEA)

π^* er inflasjonsmålet

y_t er forventet produksjonsgap på tidspunkt t

i_{t-1} = styringsrenten på tidspunkt t-1

i_{t-2} = styringsrenten på tidspunkt t-2

For å komme til en pengepolitisk retningslinje / instrumentfunksjon som gir god representasjon av pengepolitikken dynamikk, viser flere studier at en skal minimalisere likning (1) under bibetingelsene i likning (2) og (3), se Clarida mfl. (1999) og Giannoni and Woodford (2003). Likning (2) sier at prisene på tidspunkt t blant annet er avhengig av forventet framtidig prisstigning samt av det aktuelle produksjonsgapet, mens likning (3) er en IS-likning hvor produksjonsgapet en funksjon av forventet produksjonsgap og ex ante realrente.

$$\pi_t = E_t \pi_{t+1} + \delta y_t + \omega_t \quad (2)$$

$$y_t = E_t y_{t+1} - \beta(i_t - E_t \pi_{t+1}) + v_t \quad (3)$$

hvor Θ_t og v_t stokastiske restledd.

Dette dynamiske optimaliseringsproblem leder til instrumentfunksjonen i likning (4), ifølge Clarida mfl. (2003), Lee (2009) og Lee and Crowl (2009). Fordelen ved denne instrumentfunksjonen, for eksempel i forhold til den originale Taylors Rule, er at den tar hensyn til at pengepolitiske prosesser tar tid og at en ved utforming av politikken må se framover. Likning (4) er således «forward looking» og baserer seg på prisforventninger og forventninger om produksjonsgapet. Samtidig viser likning (4) at pengepolitikken er konservativ og har fått innbygd en motstand mot raske, store endringer i renten.

$$i_t = \Theta_\pi(\pi_t - \pi^*) + \Theta_y y_t + \Theta_{i,t-1} i_{t-1} + \Theta_{i,t-2} i_{t-2} \quad (4),$$

hvor Θ -parameterne viser de strukturelle virkningene på styringsrenten ved marginale endringer i henholdsvis forventet inflasjonsgap, forventet produksjonsgap og endringer i lagget styringsrente. produksjonsgap og endringer i lagget st te.

Foreliggende analysen går videre med likning (5). Den skille seg fra likning (4) ved at den inneholder styringsrenten i EU's valutaunion, i_{-ESA} , som her brukes som en proxy for den internasjonale rente. Begrunnelsen for denne renten er at i et lite land som Norge med åpen økonomi og flytende valutakurser, kan ikke myndighetene sette en styringsrente uavhengig av den internasjonale rente (Mundell, 1961 og Branson and Buiten, 1983). Parameteren Θ_{ESA} viser hvor følsom styringsrenten i Norge er overfor endringer i styringsrenten i euro-området.

Likningen er gjort stokastisk ved restleddet ε_t .

$$i_t = \Theta + \Theta_\pi(\pi_t - \pi^*) + \Theta_y y_t + \Theta_{i,t-1} i_{t-1} + \Theta_{i,t-2} i_{t-2} + \Theta_{ESA} i_{-ESA} + \varepsilon_t \quad (5)$$

5. ESTIMERING OG SIMULERING AV STYRINGSRENRE

5.1 Data

Styringsrenten

Styringsrenten i Norge publiseres av Norges Bank etter hvert rentemøte.

Internasjonal rente

Som en proxy for den internasjonale rente er brukt styringsrenten i den Europeiske Sentralbank.

Inflasjonsgapet

Hvert år publiserer Norges Bank "Pengepolitisk rapport (PPR), hvor blant annet en finner bankens anslag for prisstigningen (KPI-JAE). I PPR/1 – for eksempel for 2016 - finner en Norges Banks anslag for inflasjonen dette året på tidspunktene 31.03, 30.06, 30.09 og 31.12. Jeg har brukt estimatene for de tre første tidspunkter som uttrykk for forventet inflasjon 2, 3 og 4 kvartal 2016. Som anslag for forventet inflasjon 1 kvartal 2016 er brukt estimatet datert 31.12 i PPR for 2015. Ved å trekke fra inflasjonsmålet, finner en inflasjonsgapene for de samme kvartaler.

Produksjonsgapet

Fra rapporten PPR/1, for eksempel for 2016, kan vi finne Norges Banks estimater for produksjonsgapet i 2016 på tidspunktene 31.03, 30.06, 30.09 og 31.12. Jeg har brukt estimatene for de tre første tidspunkter som uttrykk for forventet produksjonsgap 2, 3 og 4 kvartal 2016. Som anslag for forventet produksjonsgap 1 kvartal 2016, er brukt estimatet i PPR for 2015 datert 31.12.

Styringsrenten i EU's valutaunion

I EURO-statistikk finner en tall for styringsrenten i euro-området i analyseperioden.

5.2 Statistiske merknader

Beregningene er gjort med støtte i et PC-Give regneprogram.

Styringsrenten lagget to ganger viste seg å være en lite nyttig forklaringsvariabel. Den var ikke signifikant - og heller ikke var fortegnet som forventet. Jeg valgt derfor å droppe denne variabelen. På kvartalsdata for perioden 20.03/2 – 1011/4 ble så den korrigerte instrument-funksjonen estimert. Estimaten fremgår av tabell 5.1.

R^2 ble beregnet til å være 0,93, som betyr at modellen forklarer 93 prosent av variasjonene i styringsrenten.

Standard tester av modellen gav følgende resultater:

AR 1-3 test: $F(3,29) = 1,1612 [0.3414]$
ARCH 1-3 test: $F(3,26) = 1,7244 [0.1866]$
Normality test: $\text{Chi}^2(2) = 5,3554 [0.0687]$
Hetero test: $F(8,23) = 2,6665 [0.0313]$
Hetero-X test: ikke nok observasjoner
RESET test: $F(1,31) = 0,15214 [0.6992]$

Disse resultatene forteller:

- «AR 1-3 og ARCH 1-3 testen» betyr at vi må forkaste hypotesen om autokorrelasjon. Dette vil si at det ikke er noen samvariasjon mellom restleddene i likning (5) over tid.
- «Normality testen» viser at vi ikke kan forkaste en hypotese om at restleddene er normalt fordelt.
- «Hetero F- test» gav som resultat at vi **ikke** kan forkaste en hypotese om heterosedastisitet, Det betyr at vi ikke kan gå utfra at restleddene har konstant varians. Det var ikke nok observasjoner til å utføre «Hetero-X test»

- «RESET tesen» innebærer at vi ikke kan forkaste en hypotese om at den økonometriske modellen er lineær.

I sum forteller testene at modellen i likning (5) stort sett er veldefinert. Det er dog en svakhet at en ikke kan forkaste heterosedastisitet, som kan invalidisere signifikantberegningene som forutsetter at feilleddet ikke er korrelerte og har en uniform varians.

5.3 Parameterestimaten

Tabell 5.1 viser at produksjonsgapet er tilnærmet signifikant. Fortegnet er positivt som forventet, som vil si at hvis produksjonen øker utover produksjonskapasiteten, vil styringsrenten bli satt opp. Styringsrenten settes ned når arbeidsledigheten øker og produksjonen faller. Lagget styringsrente en gang er signifikant. Fortegnet er positivt og viser at styringsrenten er knyttet til hva den var i forrige periode. Dette betyr at styringsrenten endres gradvis og på den måten unngår en å utsette næringslivet for store rentesjokk. Den internasjonale renten er meget signifikant. Sammenhengen er positiv og viser at den norske styringsrenten er veldig sterkt knyttet til det internasjonale rentenivået, i dette tilfelle styringsrenten til sentralbanken i EU. Inflasjonsgapet er ikke signifikant. Fortegnet er heller ikke som forventet. Dette resultatet skyldes trolig at det i observasjonsperioden ikke har vært behov for å prioritere inflasjonsmålet i forhold til de andre hensyn Norges Bank skal ivareta i pengepolitikken.

Tabell 5.1: Regresjonsstatistikk

5.5 Simulering av styringsrenten

Analysen beregnet 1-steps forecast for styringsrenten, hvert på 1 kvartal, innenfor en samlet horisont 2012 – 2017/4. Grafen til disse prognosene er vist i figur 5.1. Figuren viser at fra 2012 blir styringsrenten liggende over styringsrenten som er avledet av instrumentfunksjonen, dvs. den pengepolitikk Norges Bank førte fram til finanskrisen. Forklaring på dette er at erfaringene med finanskrisen har modnet og ført til den erkjennelse i Norges Bank at det som skjer i finans-

markedene er viktig for den makroøkonomisk stabilitet. Det er antagelig faren for en boligboble som gjør at Norges Bank fra 2012 endret pengepolitikken og lot styringsrenten bli 1.5 prosent, eller vel et halvt prosentpoeng over instrumentfunksjonen (den blå kurven).

Ifølge Norges Bank Watch 2017 (side 28), kommer dette skifte i Norges Banks pengepolitikk til uttrykk også i Pengepolitisk rapport 2012/1, hvor hensynet til finansiell stabilitet nevnes eksplisitt og i en slik sammenheng at det kan tolkes som at pengepolitikken fokus ikke bare er inflasjonen og produksjonsgapet, men at renten også skal settes slik at en hindrer at det bygger seg opp finansiell ulikevekt. I samme retning er det mulig å tolke sentralbanksjef Olsen årstale 2012 (Olsen, 2012).

Gapet mellom de to rentekurver holder seg i flere år. Det gjelder også etter det store fallet i oljepriser høsten 2014, til tross for at den norske styringsrenten deretter ble satt kraftig ned. I 2016 er den faktiske styringsrente kommet ned i 0.5 prosent, men ifølge instrumentfunksjonen skulle styringsrenten nå være nærmere 0. Bakgrunnen for dette siste er den negative næringslivsutviklingen etter det store oljeprisfallet. Ifølge Statistisk Sentralbyrå (2016) gikk sysselsettingen i petroleumsnæringen i Norge i perioden 2014-2016 ned 45 tusen. Både sentralbanken i euro-området, Sverige, Storbritannia og Japan foretar på denne tiden kvantitative lettelser for å motvirke nedgangstider. I dette konjunkturbildet sier instrumentfunksjonen at styringsrenten må settes ned (blå kurve). 1-2 kvartaler inn i 2016 er den kommet ned i 0.1. Norges Bank derimot, på rentemøtet 16 mars 2016 stoppet fallet i styringsrente på 0.5.

I siste del av 2016 skjer det et svakt konjunkturomslag til det bedre. Oljeprisen stiger og ved årsskiftet 2016 / 2017 har den kommet opp i 50 dollar per fat, konkurranseevnen til norsk næringsliv er i ferd med å styrke seg noe, og arbeidsledigheten går noe tilbake. Instrumentfunksjonen viser at nå kan styringsrente settes svakt opp. Men styringsrenten til Norges Bank holdes konstant på 0.5 prosent.

Figur 5.1: Simulering av styringsrenten etter 2011/4, basert på instrumentfunksjonen (blå kurve) og plott av faktisk vedtatt styringsrente (rød kurve).

Kontrasten mellom figur 5.1 og figur 5.2 er stor. I figur 5.2 følger vedtatt styringsrente og renten avledet av instrumentfunksjonen hverandre nesten perfekt hele perioden 2003-2011, i motsetning til figur 5.1 som viser situasjonen etter at en har erfart finanskrisen og hvor vedtatt styringsrente ligger klart over instrumentfunksjonen. Vi har også sannsynliggjort at årsaken til denne forskjellen er at Norges Bank vil unngå at det bygger seg opp farlige finansielle ubalanser.

Figur 5.2: Simulering av styringsrenten i perioden 2003-2011 (3) basert på instrumentfunksjonen (blå kurve) og plott av faktisk vedtatt styringsrente (rød kurve).

6. DISKUSJON

6.1 Hvorfor høyere styringsrente fra 2012

Blant annet mente tidligere sentralbanksjef i USA, Alan Greenspan, at banken hadde maktmidler til å hindre at ubalanse i finansmarkedene fikk alvorlige negative konsekvenser for realøkonomien (DeLong, 2016). Derfor behøvde en i pengepolitikken ikke å bry seg om finansielle

ubalanser (men kunne konsentrere seg om inflasjonsgapet og produksjonsgapet). Finanskrisen knuste denne forestillingen hos mange. Hypotesen i denne artikkelen har vært at Norges Bank etter krisen legger mer vekt på finansiell likevekt. Dette hypotesen synes å bli bekreftet ved at etter 2012 ligger faktisk styringsrenten over styringsrenten avledet av instrumentfunksjonen (figur 5.1). Grunnen til at renten er skjøvet opp skyldes at banken blant annet har fryktet en boligboble i kjølvannet av høy privat gjeld. Denne frykten er næret av at boligprisene kort tid etter finanskrisen var på samme nivå som før, samtidig som veksten i prisene fortsatte som tidligere. I tillegg fortsetter husholdningenes gjeld å vokse foruroligende, tross fare for høyere rente.

Oljeprisfallet i 2014 reduserte vekstpotensialet i oljenæringen kraftig og de negative konsekvenser for oljerelaterte næringer i Norge ble en alvorlig trussel for regjeringens mål om full sysselsetting. 14 desember 2014 senker derfor Norges Bank renten til 0,5 prosent etter at den hadde vært uforandret i 3 år. I følge instrumentfunksjonen i figur 5.1 skulle som nevnt styringsrenten nå vært så vidt over null. Sentralbank-sjefen uttaler etter rentemøtet 16 mars 2016: «Lavere renter kan gi økt sårbarhet i det finansielle systemet. Når styringsrenten nærmer seg en nedre grense, øker også usikkerheten om virkningen av pengepolitikken. Det taler nå for å gå mer varsomt fram i rentesettingen. Skulle norsk økonomi bli utsatt for nye store forstyrrelser, vil hovedstyret likevel ikke utelukke at styringsrenten kan bli negativ» (Pressemelding etter rentemøte 16 mars).

Gapet mellom disse to renter vedvarer inn i 2016 og fortsetter å være nær et halvt prosentpoeng. På styremøte 14 des. 2016 forklarer Hovedstyret hvorfor: «De siste månedene har boligprisveksten vært høy i store deler av landet, og prisene har steget mer enn anslått. Gjeldsveksten i husholdningene har tiltatt noe og vært høyere enn ventet. Både boligprisene og gjelden i husholdningene stiger raskere enn de disponible inntektene.»

I 2017 steg styringsrenten utledet av instrumentfunksjonen noe, og gapet mellom de to renter ble mindre. Dette kan være uttrykk for at den økonomiske situasjonen er i ferd med å normaliseres, og at de finansielle markedene er kommet litt mer i likevekt.

6.2 Norges Bank tilnærming til finansiell risiko

Med henvisning til PPR - 2012/1, Olsens årstale 2012 samt våre empiriske funn i denne artikkelen, er det klart at Norges Bank i dag legger vekt på finansiell stabilitet. Det kan se ut til at Norges Bank i sin tilnærming til finansiell stabilitet følger den strategi som i litteraturen betegnes «Leaning against the wind», dvs. at når banken indentifisert en finansiell ubalanse, settes styringsrenten over den renten som minimaliserer inflasjonsgapet og produksjonsgapet. Dermed hindrer en at det bygger seg opp finansiell ulikevekt. En har ikke noe kvantitativt mål for hvor mye høyere renten må være. På den måten er pengepolitikken blitt mindre kvantitativ, mer vag og mer avhengig av sentralbankens skjønn.

Norges Bank Watch 2017 er på dette grunnlag kritisk til tilnærmingen. Tidsskriftet presenterer i dette nummer modeller hvor finansiell stabilitet er tatt med i tapsfunksjonen, og utleder styringsrenten på dette grunnlag. Norges Bank blir kritisert for ikke å gjøre det samme. Hvis en hadde gjort det, var finansiell stabilitet blitt et hensyn på linje med de andre målene i pengepolitikken; prisstabilitet, liten arbeidsledighet og gradvise endringer i styringrenten.

6.3 Finansiell stabilitet – et mål på linje med inflasjons- og produksjonsmålet?

Når Norges Bank skal identifisere finansiell ubalanse, studerer en flere indikatorer for ubalanse. Sentrale indikatorer som brukes i dag er:

- 1) Samlet utlån som andel av BNP i Fastlands-Norge,
- 2) Gjeldsoppbygging i bedrifter og hushold,
- 3) Boligprisøkning og husholdningenes kjøpekraft
- 4) salgspriser på næringseiendommer

Hvis en - eller flere - av disse indikatorer viser utslag (i forhold til en normalsituasjon), kan det bety at det foreligger finansiell risiko med negative konsekvenser for makroøkonomisk stabilitet. Det er neppe en lineær sammenheng mellom disse indikatorene og graden av risiko. Den fare som en bestemt indikator representerer, vil trolig også bero på konstellasjonen av de andre indikatorer. Også andre forhold enn de indikatorene som er nevnt ovenfor kan være relevante. Dette viser at Norges Bank må bruke et betydelig skjønn når en skal danne seg et bilde av hvor stor trussel den finansielle ulikevekten representerer.

Et argument Norges Bank Watch 2017 benytter for sitt syn er: “A financial turmoil will have real costs even if the central bank were able to stabilize the output gap (and the rate of inflation) completely with a low policy rate. This is because when there is a large financial wedge, many profitable investment projects will lack financing. Efficiently is not restored by replacing those profitable investments by other and less profitable prospects and by consumption demand”, Norges Bank Watch 2017, side 33. Ja, det er svakheter ved “leaning against the wind”-strategien, se avsnitt 6.4.

Problemet med å la finansiell stabilitet få en egenverdi på linje med inflasjonsgapet og produksjonsgapet er imidlertid flere:

- Det er vanskelig å få et entydig bilde av finansiell ustabilitet og den trussel en ubalanse representerer for realøkonomien.
- Pengepolitikk og finansiell stabilitet er separate politikkområder (Svensson, 2012) og det å integrere disse politikkområder kan gå utover de tradisjonelle pengepolitiske målene.
- Pengepolitikken må i relasjon til finansiell stabilitet heller finne sin rolle sammen med andre – kanskje mer viktige tiltak for å sikre slik stabilitet – krav til bankenes kapitaldekning, likviditetskrav og skattesystemets utforming som Finanstilsynet og finansdepartementet holder sin hånd over.
- I denne rollen kan «leaning against the wind» være en god strategi. Den gjør det mulig å ta høyde for finansiell ulikevekt. Den representerer et fleksibelt verktøy og tillater flere, andre sentrale pengepolitiske mål, og den kan enkelt korrigeres når det blåser nye økonomiske vinder.
- Som negativt må tilføyes at denne strategien gir (for) stor plass for det skjønn som sentralbankens ledelse har og hvordan den forstår den aktuelle økonomiske situasjon og vurderer de økonomiske muligheter. På den annen side, prinsippet om sentralbankens uavhengighet i moderne pengepolitikk, uttrykker nettopp stor tillit til et slikt skjønn.

Derimot vil det fra et teoretisk synspunkt være interessant å arbeide med pengepolitiske modeller hvor finansiell stabilitet har en egenverdi på linje med inflasjons- og produksjonsgapet. Det kan kaste lys over pengepolitiske spørsmål, prinsipper og dilemmaer som kan være nyttig i praktisk pengepolitikk.

6.4 Utfordringer ved «*Leaning against the wind*» - strategi.

Selv om økt rente ved finansielle ubalanser generelt vil redusere sannsynligheten for finansielle bobler, vil det ikke alltid være en så enkel sammenheng. En indikator for finansiell ulikevekt er for eksempel høy andel gjeld i forhold til BNP (Fastlands-Norge). «*Leaning against the wind*» – strategien» vil nå tilsi at sentralbanken skal sette opp styringsrenten for å redusere gjeldsandelen. Det er rimelig sikkert at BNP blir redusert når styringsrenten øker og høyere rente smitter over på bankrentene og andre renter. Skal gjeldsandelen gå ned, må gjelden i prosent gå enda mer ned enn BNP. Dette har en ikke noen garanti for (Norsk Bank Watch 2017 gir på side 35 eksempel på forskning som viser at dette ikke nødvendigvis skjer).

Ett annet eksempel: En indikator for finansiell ulikevekt kan være at husholdningene har høy gjeld. Når en setter renten høyere, blir inflasjonen lavere enn hva den ellers hadde vært. Dette kan medføre at realverdien av husholdningene gjeld etter renteøkningen har blitt større, det motsatte av hva myndighetene hadde ønsket (Svensson, (2012)).

Svensson (op.cit.) bygde sine konklusjoner på studier i Sverige hvor en nettopp opplevde at som følge av sentralbankens «*leaning against the wind*» ble prisveksten langt lavere enn det publikum forventet (zero against 2 %), og som hadde som konsekvens at realverdien av gjelden steg (som var det motsatte av hva som var målet). Lærdom fra Sverige har vært at en må ikke belaste pengepolitikken med nye oppgaver slik at den ikke lenger kan forsvare målet om prisstabilitet.

Gerdrup mfl. (2016) trekker delvis andre konklusjoner etter å ha studert effekten av «*leaning against the wind*» på norske data. De finner at gevinsten ved denne strategien (færre alvorlige finansgenererte tilbakeslag) er større enn kostnadene (høyere pris- og rentestabilitet i normale tider). Men dette er dog ikke en allment anerkjent konklusjon, se for eksempel IMF (2015) som

mener at en ikke har faglig grunnlag for å anbefale slik politikk og Svensson (2016) som mener at en slik politikk er direkte uheldig.

-

7. KONKLUSJONER

Artikkelen analyserer sammenhengen mellom styringsrenten til Norges Bank og finansiell ubalanse før og etter finanskrisen. Hovedkonklusjonen er at finanskrisen fikk konsekvenser for Norges Banks fastsettelse av styringsrenten, og ved indikasjoner om finansiell ubalanse har en etter 2011 satt en høyere rente enn det som inflasjons- og produksjonsgapet skulle tilsi. Selv om det er svakheter ved en slik «leaning against the wind»-strategi, er dette en politikk som kan være målrettet i visse situasjoner med finansiell ubalanse. Derimot er politikk for finansiell stabilitet så forskjellig fra pengepolitikk at det ikke er noe å vinne på å integrere politikkområdene og la finansiell stabilitet bli et mål i pengepolitikken på linje med prisstabilitet og full sysselsetting. Førsteforsvaret for finansiell stabilitet vil fortsatt være krav til bankenes kapitaldekning, krav til likviditet og skattesystemet utforming som ikke er sentralbankens ansvar.

REFERANSER

Ball L. (1999). Efficient Rules for Monetary Policy. *International Finance* 2:1, 63-83.

Branson, W. H. and Buitén, W. H. (1983). Monetary and Fiscal Policy with Flexible Exchange Rates. In *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*. Ed. By I.S..Bhandri and B.H. Putman. Cambridge, Mass.: MIT, 1983.

Clarida, R., J. Gali and M. Gertler (1998). Monetary Rules in Practice; Some International Evidence, *European Economic Review*, 42, 1933-1067.

DeLong, B. (2016). lest på nettet 10 mai 2018: <http://www.bradford-delong.com/2016/10/alan-greenspan-misjudged-the-risks-in-the-mid-2000s-alan-greenspan-was-not-a-coward.html>.

Gerdrup, K. R., F. Hansen, T. Krogh and J. Maih (2016). Leaning Against the Wind When Credit Bites Back. *International Journal of Central banking*. Vol.13 No 3, 287-320.

Giannoni, M. P. and M. Woodford, (2003). How Forward Looking is Optimal Monetary Policy? *Journal of Money, Credit and Banking*, Volume 35, 1425-1469.

Holden, Steinar (2010). Pengepolitikk etter finanskrisen, *Samfunnsøkonomen* nr. 4, 15-23.

Kleivset, C. (2012). Fra fast valutakurs til inflasjonsmål. Et dokumentasjonsnotat om Norges Bank og pengepolitikken 1992-2001. Staff Memo, Nr, 30/2012, Norges Bank 2012.

Lee, J. (2009). Evaluating Monetary Policy of the Euro Area with Cross-Country Heterogeneity: Evidence from a New Keynesian Model, *Economic Systems*, 2009,33(4),325-343.

Lee, J. and P. M. Crowley (2010). Evaluating the Stressen from ECB Monetary Policy in the Euro Area, Bank of Finland, Research Discussion Papers, 2009, No. 11/2009.

Mundell, Robert A. (1961), "Flexible Exchange Rates and Employment Policy," *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 27, No. 4, November, 1961.

Norges Bank Watch 2014.

Norges Bank Watch 2015.

Norges Bank Watch 2017.

Olsen, Ø (2012). Economic Perspective. Address to the Supervisory Council of Norges Bank and invited guests.

Statistisk Sentralbyrå, Økonomisk Analyse, 2/2016.

Svensson, Lars E.O. (1999). Monetary Policy Issues for the Euro System. NBER Working Papers No. 7177, 1999.

Svensson, Lars E. O. (2004). Targeting Rules vs. Instruments Rules for Monetary policy. National Bureau of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138, September 2004.

Svensson, Lars E. O. (2014). Inflation Targeting and "Leaning Against the Wind." *International Journal of Central Banking* 10 (2); 103-114.

Svensson, Lars E.O. (2012). Comment on Michael Woodford, »Inflation Targeting and Financial Stability», Sveriges Riksbank; *Penning och Valutapolitikk* 2012:1, 31-36.

Svensson, Lars E.O. (2016). [Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy?](#) IMF Working Paper WP/16/3, www.imf.org.

Vale, P.H. (2016). Pengepolitik etter finanskrisen. *Samfunnsøkonomen*, Nr. 3, 2016, 8-17.

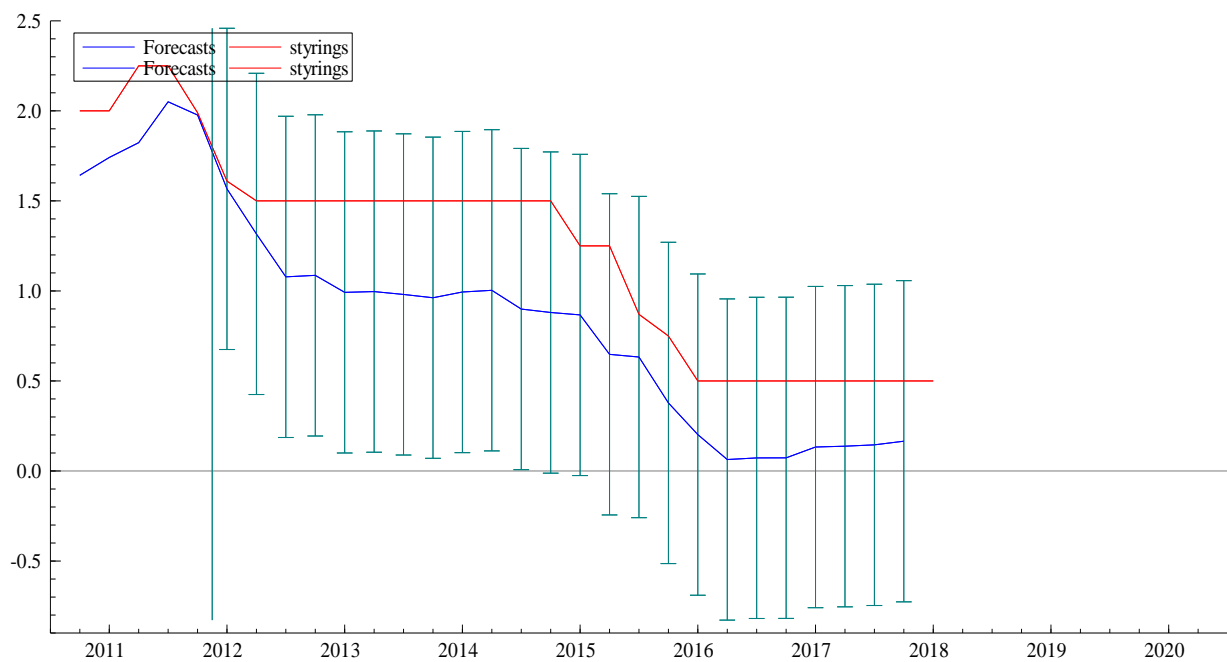
Woodford, M (2003): Inflation Targeting and Financial Stability, *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2012:1.

Tabellvedlegg

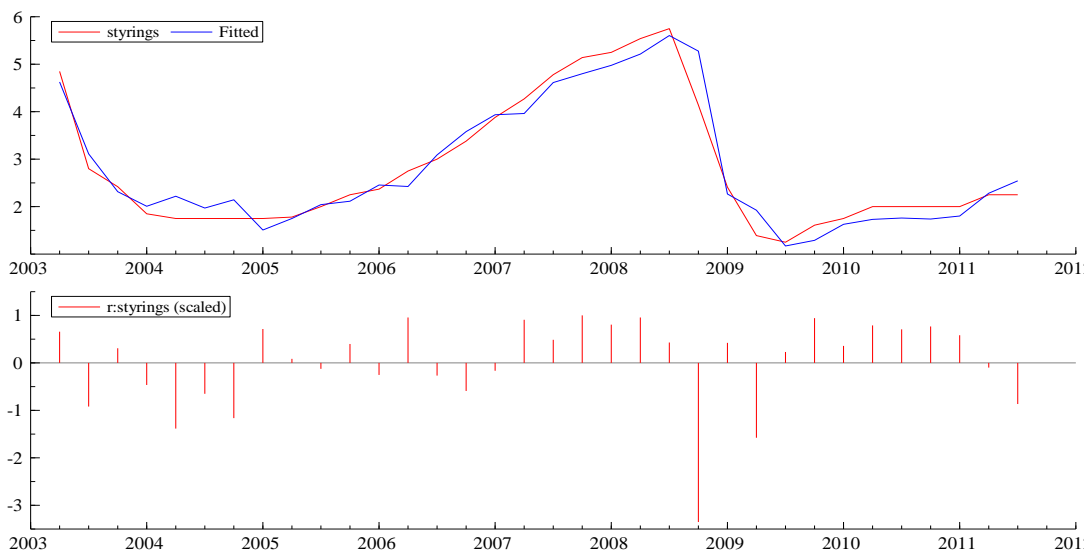
Tabell 5.1: Regresjonsstatistikk

Parameter	Estimater	Standard feil	P-verdi
θ_{π}	-0,015	0,086	0.86
θ_y	0.61	0,22	0,12
$\theta_{i,t-1}$	0.70	0,006	0,000
θ_{ESA}	0,57	0.12	0.002

Figurvedlegg



Figur 5.1: Simulering av styringsrenten etter 2011/4, basert på instrumentfunksjonen (blå kurve) og plott av faktisk vedtatt styringsrente (rød kurve).



Figur 5.2: Simulering av styringsrenten i perioden 2003-2011 (3) basert på instrumentfunksjonen (blå kurve) og plott av faktisk vedtatt styringsrente (rød kurve).