



UNIVERSITY
OF OSLO

Utfordringer for pengepolitikken i et lavrenteregime

Steinar Holden
Økonomisk institutt, UiO
<http://folk.uio.no/sholden/>

Finansdepartementet
16. januar 2017



UNIVERSITY
OF OSLO

Utfordringene er annerledes enn vi trodde

- Mindre risiko for høy inflasjon
- Sentralbanken har en viktigere rolle i konjunkturstyringen
- Lav rente mulig kilde til ustabilitet og problemer
- Standard teori, retorikk og mandat bygger i stor grad på gamle oppfatninger
 - Politikk har fungert godt, men likevel problem
- Mandat bør oppdateres
 - Todelt målsetting:
 - Lav og stabil inflasjon
 - Høy og stabil sysselsetting



UNIVERSITY
OF OSLO

Mindre risiko for høy inflasjon

Arbeidstakere/fagforeninger står svakere i før

- Mer åpne økonomier, lavkostland, arbeidsinnvandring
- Deregulering, privatisering og konkurranseutsetting
- Arbeidsmarkedsreformer, redusert organisasjonsgrad
- Svekket forhandlingsstyrke (finansialisering)
- Teknologiske endringer

=> Lav lønnsvekst som holder inflasjonen nede

Uavhengige sentralbanker og mål om lav inflasjon

- Høy rente er et kraftig virkemiddel
- Stor troverdighet om pengepolitikken



UNIVERSITY
OF OSLO

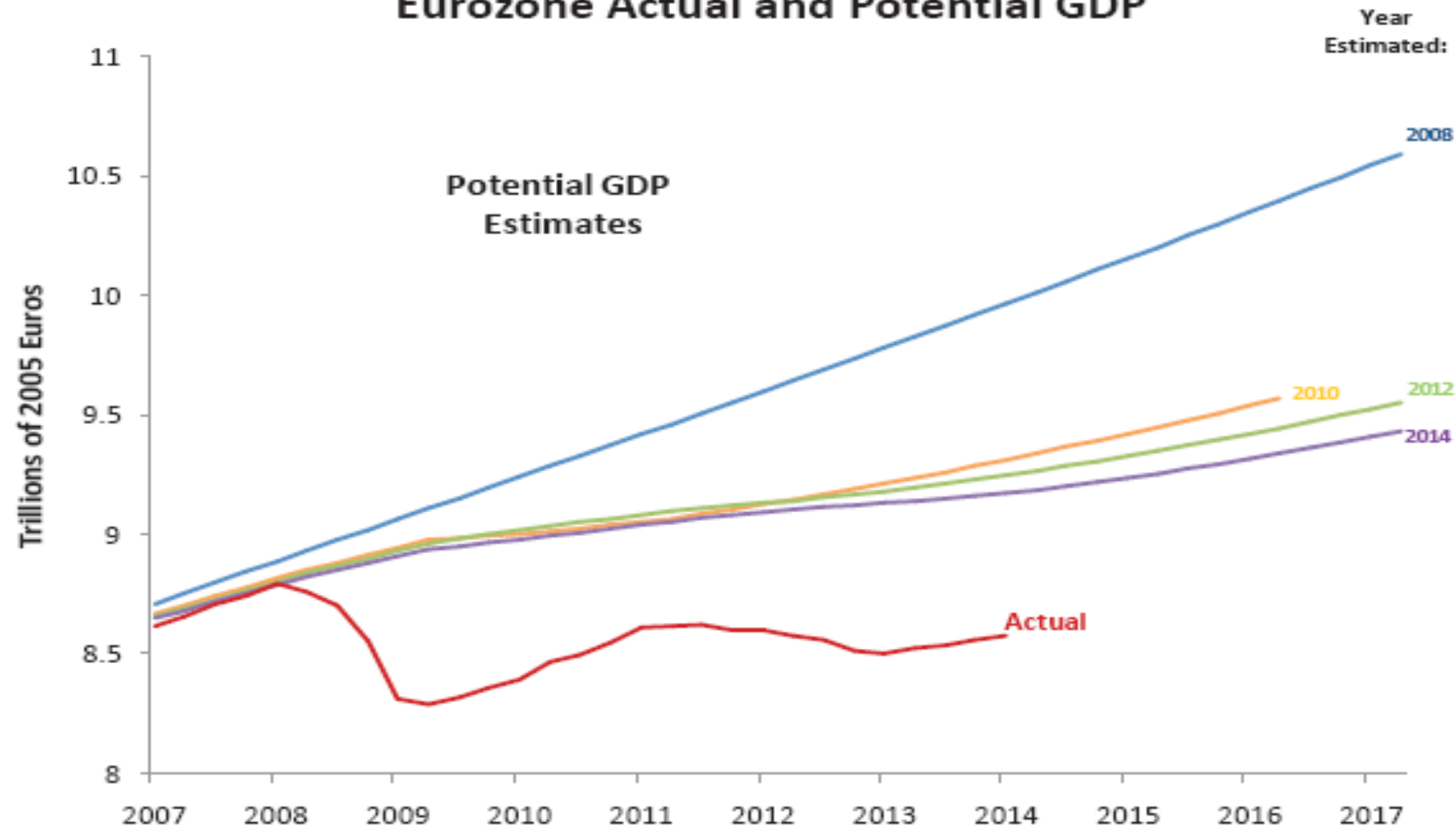
Pengepolitikk har viktigere rolle i konjunkturstyringen

- Kan trolig påvirke gj.snittlig BNP over tid (nivå)
 - Standard teori forutsetter at pengepolitikken kan bidra til å stabilisere BNP, men ikke påvirke nivået
- Standard teori bygger på tvilsom forutsetning om at konjunktursvingninger summerer til null over tid
 - Implisitt forutsetning: økt BNP i lavkonjunktur motsvares av tilsvarende lavere BNP i høykonjunktur
 - Mer troverdig: økt BNP i lavkonj. gir økt gj.snitt BNP
- Kan trolig redusere forventet kostnad ved kriser
 - Redusere risiko og konsekvenser



Svak utvikling i Eurosonen: Lav pot. BNP og lav etterspørsel

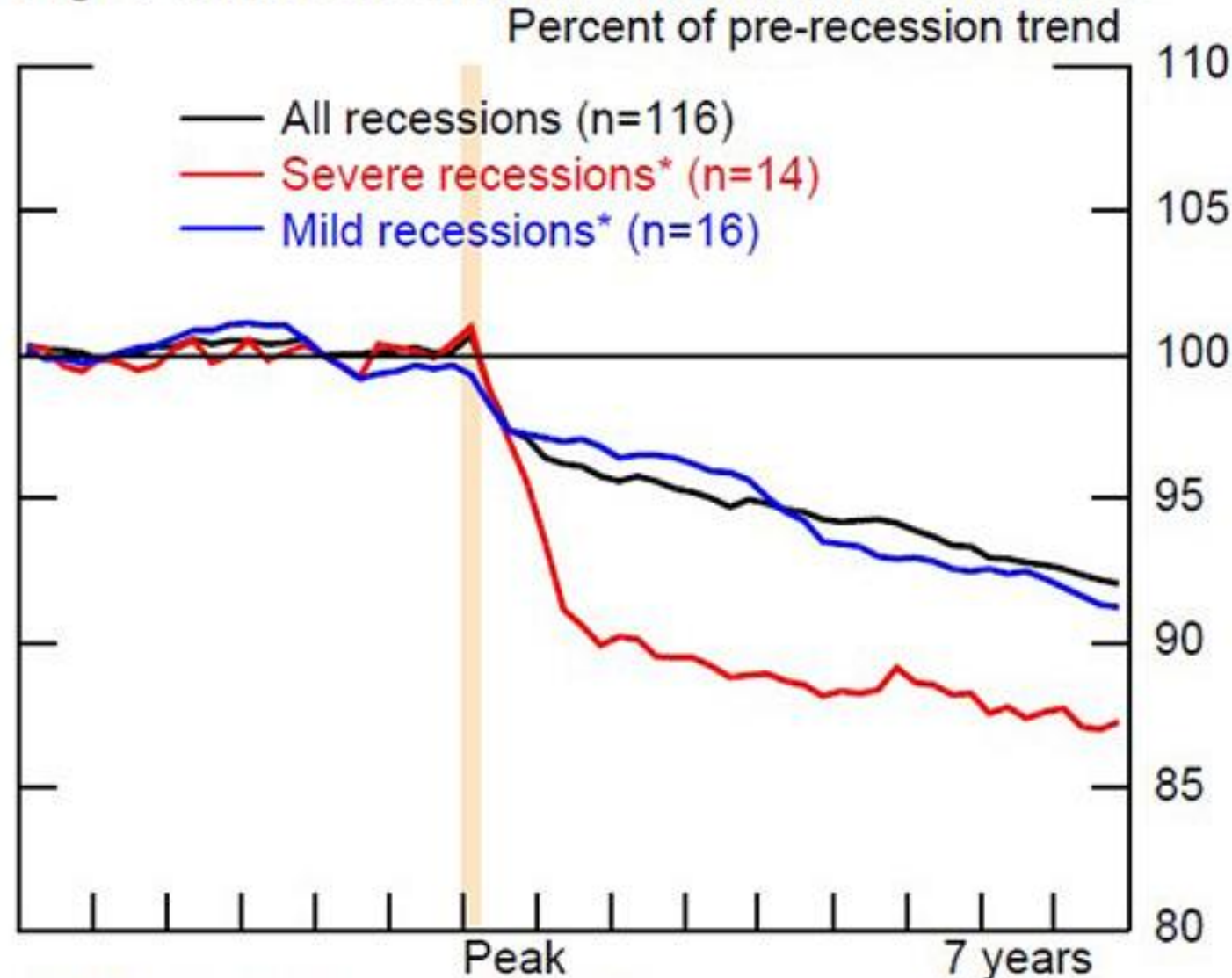
Eurozone Actual and Potential GDP





- Langsiktig negativ virkning av kriser (Martin, Munyan og Wilson, Federal Reserve, 2014)
- Nedgangs-konjunkturer i 23 land etter 1970
- Ser på avvik fra trend-vekst to år før topp-nivå

Fig 2. Recoveries in the Advanced Economies



GDP trend calculated as exponential function growing at the four-year average two years prior to the peak

* Severe recessions are in the top 25th percent of recessions as measured by both depth and duration. Similarly, mild recessions are in the bottom 25th percentile of each category.



UNIVERSITY
OF OSLO

Pengepolitikken påvirker faktorer som kan lede til krise

Jorda, Schularick, Taylor (2011), 14 land, 140 år
Sannsynlighet for finanskrise avhenger av

- Kredittvekst
- Underskudd på driftsbalansen
- Forsterkes ved kombinasjon

Ganioglu(2013), 24 land 1970-2008: Samme konklusjon

- Interne ubalanser kan også gi økt risiko for krise
 - Høy boligprisvekst & høy boligbygging, jf Irland og Spania



UNIVERSITY
OF OSLO

Konsekvenser av en krise

Lavere pot. BNP som følge av krisen

- Varig økt arbeidsledighet og redusert arbeidstilbud
- Reduserte investeringer og realkapital

Politikk:

- Viktig med rask og markert rentesinking i nedgangskonjunktur
- Reversere hysteresis gjennom høy etterspørsel? («high-pressure economy»; Ball, 2015)



UNIVERSITY
OF OSLO

Ettervirkningene av en krise For lav etterspørsel

- Null-grensen for renten binder (ZLB)

Politikk:

- Være forutseende – senke renten ved risiko for at ZLB vil binde
- Kvantitative lettelser og binde seg til lav rente fremover
- Intervall for likevektsledigheten
 - Inflasjon stabiliseres ved høyere ledighet enn nødvendig

Politikk:

- Lav rente ved høy ledighet, selv om inflasjonen er blitt stabil



UNIVERSITY
OF OSLO

Federal Reserve: Todelt mandat

- Maximum employment, stable prices and moderate long-term interest rates
- Stable prices = inflation at the rate of 2 percent
- Forskjell fra ECB, der prisstabilitet har prioritet
- Markert forskjell i politikk i noen episoder
 - Begynnelsen av 1980-tallet (Ball, 1999)
 - Etter finanskrisen 2008-09



UNIVERSITY
OF OSLO

Bør endre mandatet for pengepolitikken i Norge

- Lav og stabil inflasjon (2,5 prosent)
- Høyest mulig sysselsettingsrate, som er forenlig med lav og stabil inflasjon (ikke tallfestet)
- Realøkonomisk og finansiell stabilitet
- Sikte på å stabilisere inflasjonen på målet på mellomlang sikt

- Endret mandat kan påvirke politikken i visse tilfeller
 - Mål om høyt BNP vil gi klar vekt på dette målet
- Et mål nærmere preferansene gir bedre politikk
 - Vet ikke hvilke utfordringer fremtiden bringer
- Transparens og etterprøvbarhet



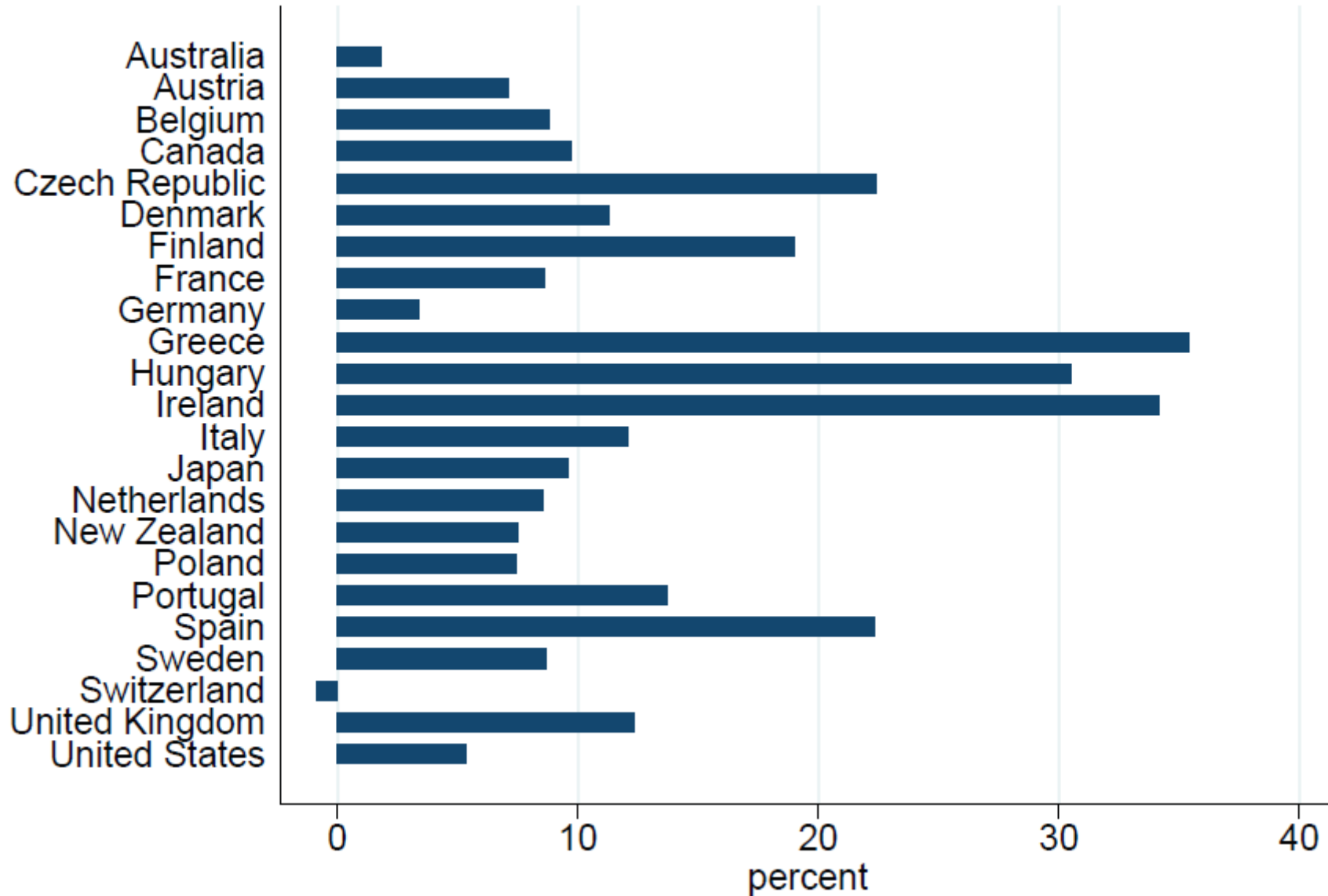
**UNIVERSITY
OF OSLO**

. Takk for oppmerksomheten



Ball: langsiktig effekt av finanskrisen

Figure 3 - Loss of Potential Output, 2015





UNIVERSITY
OF OSLO

- § 1. *Norges Banks formål og virkeområde* Norges Bank er landets sentralbank. Banken skal være et utøvende og rådgivende organ for penge-, kreditt- og valutapolitikken. Den skal utstede pengesedler og mynter, fremme et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet og overvåke penge-, kreditt- og valutamarkedene.
- Banken kan sette i verk tiltak som er vanlige eller naturlige for en sentralbank. Til fremme av sine formål kan banken utføre alle former for bankforretninger og banktjenester.
- § 2. *Forholdet til statsmyndighetene* Banken skal utøve sin virksomhet i samsvar med de økonomisk-politiske retningslinjer som er fastlagt av statsmyndighetene, og med de internasjonale forpliktelser landet er bundet av.
- Før banken treffer vedtak av særlig viktighet, skal saken være forelagt departementet



UNIVERSITY
OF OSLO

Kostnadene ved variasjon i inflasjonen
trolig mindre enn forutsatt i standard teori

Årsvekst i konsumprisene i Norge

