

Skal pengepolitikken ta hensyn til finansiell stabilitet?

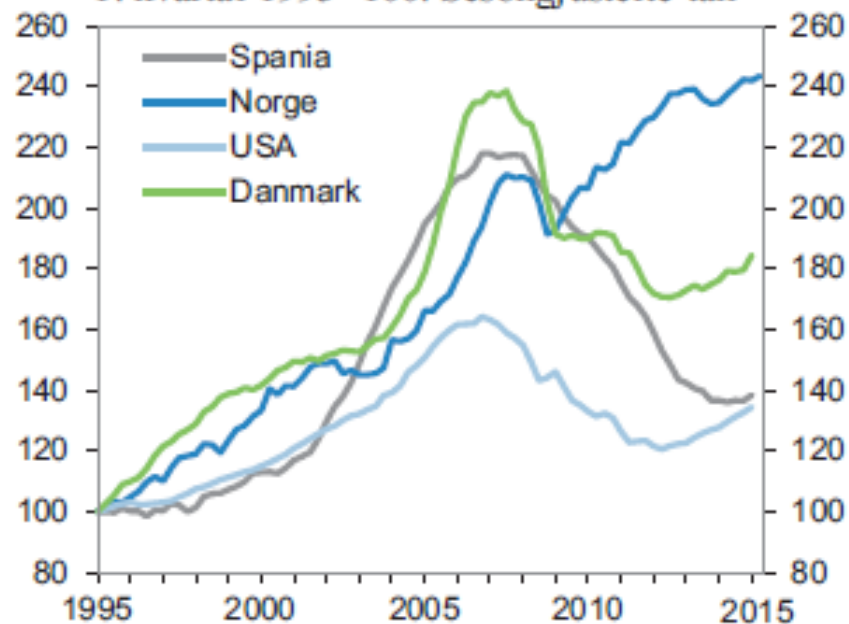
Erfaringer med inflasjonsmål for pengepolitikken
Finansdepartementet 16 januar 2017

Hilde C. Bjørnland

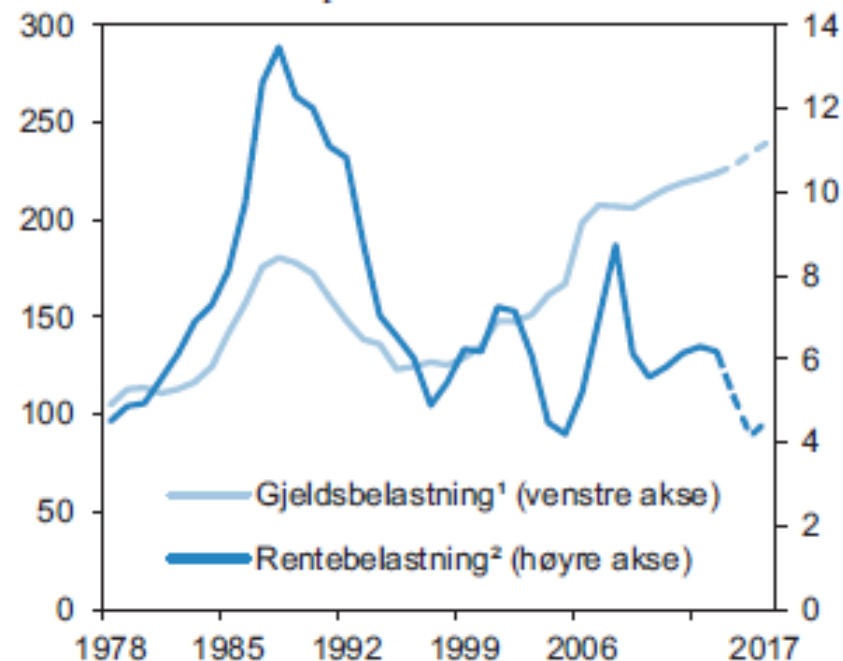
Senter for anvendt makro og petroleumsøkonomi (CAMP)

Pengepolitikken gir kortsiktig stimulans, men bidrar også til å fyre opp boligmarkedet

A. Reelle boligpriser i utvalgte land. Indeks.
1. kvartal 1995=100. Sesongjusterte tall



B. Husholdningenes gjeld og renteutgifter.
Prosent av disponibel inntekt



Kilde: Nasjonalbudsjett 2016

Pengepolitikk og hensynet til finansiell stabilitet

- Jorda et al. (2013): *Financial crisis recessions are costlier, and more credit-intensive expansions tend to be followed by deeper recessions and slower recoveries ('credit bites back')*
- 'Lean' (lene seg mot vinden) eller 'clean' (rydde opp etter kriser)?
- Kort eller lang sikt?
- Hva skjer utenfor modellens likevekt?

Lene seg mot vinden

- For lav rente bidrar til at det bygger seg opp gjeld som vil utgjøre en risiko for det finansielle systemet på sikt
- Boligmarkedet: Lave renter bidrar til å oppmuntre husholdningene til å ta på seg mere gjeld, som igjen bidrar til å presse opp boligprisene (Taylor 2007, 2010)
- Sentralbanker burde sette opp renten mer enn det som er nødvendig for å nå inflasjonsmålet, slik at de kan bidra til finansiell stabilitet (Borio 2014)

Rydde opp etter kriser

- Høyere rente enn det pengepolitikkregelen tilsier kan bety økte kostnader i form av lavere inflasjon og produksjon
- Finansiell stabilitet er et annet mål som kan oppnås separat gjennom målrettet regulering av finansmarkedene og tilsyn (Svensson 2014)
- Pengepolitikken skal kun brukes til å 'rydde opp', dvs. pengepolitikken skal stabilisere inflasjon og produksjon etter at boblen i formuesprisene sprekker (Mishkin 2011, Greenspan 2002).

Det finnes en mellomting

- Makrotilsynet er førstelinjeforsvaret som bidrar til finansiell stabilitet. Pengepolitikken er sistelinjeforsvaret – men kan gripe inn når finansiell ustabilitet påvirker utsiktene til produksjon og inflasjon på kort sikt
- ... og når lav rente har bidratt til å bygge opp ubalanser i store deler av økonomien – i motsetning til sektorspesifikke ubalanser (Smets 2014)
- **Avhenger av i hvilken grad det er effektivt å lene seg mot vinden når ubalansene er større enn normalt**

Norges Bank om finansielle ubalanser og pengepolitikk

- *Endringene i utsiktene for konsumprisveksten og kapasitetsutnyttingen tilsier isolert sett en noe lavere styringsrente de nærmeste årene. På den annen side har den sterke veksten i boligpriser og husholdningenes gjeld økt faren for en brå nedgang i etterspørselen fram i tid. En lavere styringsrente øker risikoen for at veksten i boligpriser og gjeld skyter ytterligere fart. Faren for oppbygging av finansielle ubalanser og usikkerheten om virkningene av en lavere styringsrente taler nå for å gå varsomt fram i rentesettingen*

Pressemelding på rentemøtet 16. desember 2016

Min tolkning av sentralbanken

- Økte boligpriser og gjeld øker faren for en brå nedgang i etterspørselen fram i tid (ikke-lineariteter)
- Gir god grunn for å unngå å sette ned renten slik det ellers ville ha vært ønskelig (leaning)
- Finansielle sykler (gjeld) varer lengre og bygger seg opp mer gradvis enn vanlige konjunkturer (Reinhart and Rogoff 2009)

Noen spørsmål

- Kort versus lang sikt: Å lene seg mot vinden reduserer gjeld og sannsynlighet for en krise lenger ut, men kan ha negativ effekt på både inflasjon og aktivitet på kort sikt. Vil fordelene overstige kostandene?
- Er det mer effektivt å lene seg mot vinden når det er små finansielle ubalanser, eller når sannsynligheten for krise er stor?

Kreditt, finansiell (u)stabilitet og pengepolitikk

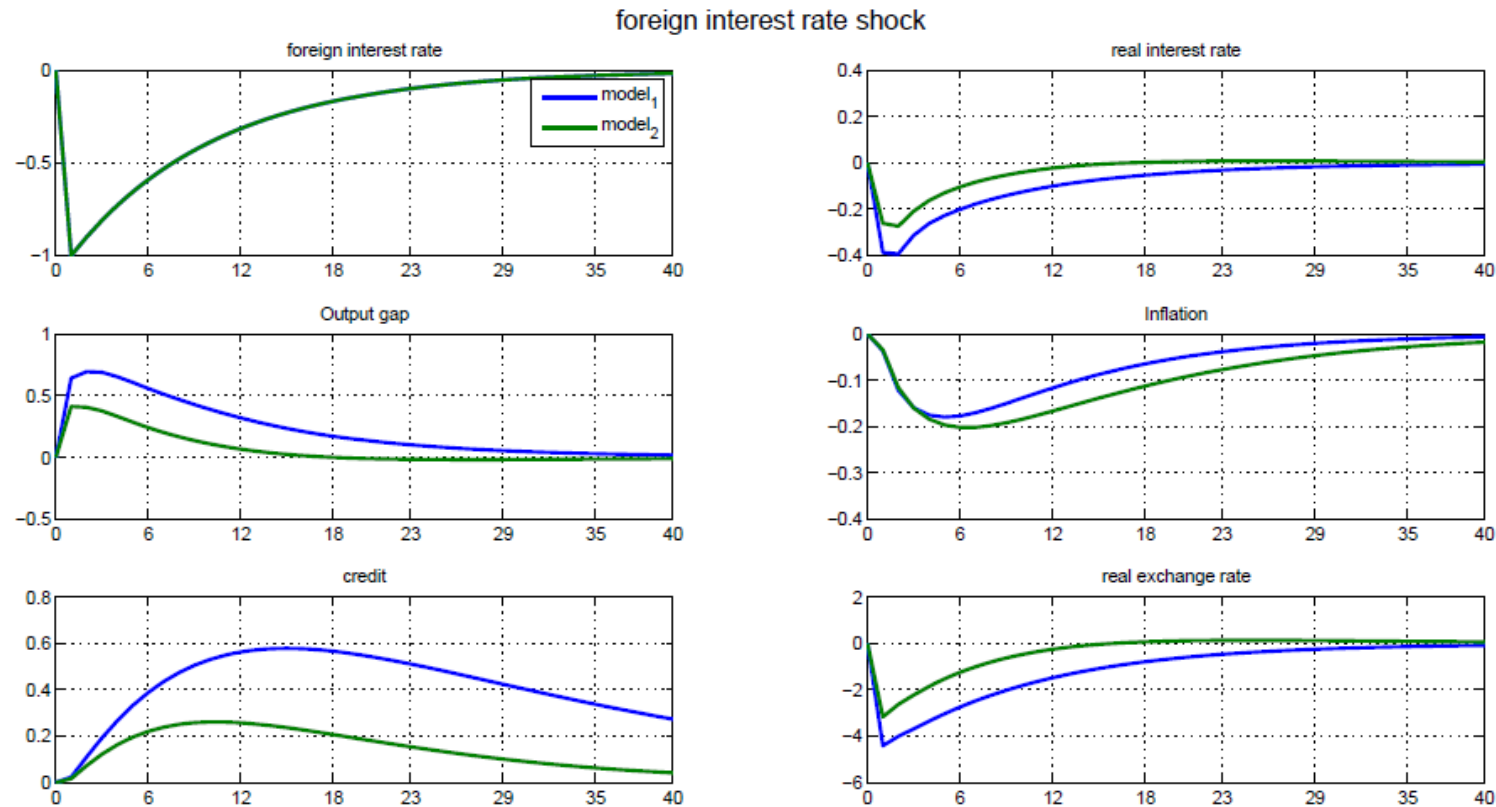
- *Gali (2016): Asset price bubbles are a key source of macro instability. Monetary policy is both a **cause** and a **cure**. However, asset price bubbles are absent in modern monetary models*
- *Woodford (2012): Persuasive case for taking financial stability concern into account, as at least one factor, when making decisions about interest rates*
- *Williams (2014): Optimal monetary policy is affected during crisis and normal times (as policymakers guard against crisis), but effect is quite small*
- *Svensson (2016); The costs of LAW exceed the possible benefits from a lower probability of a crisis*

- Hovedpoenget er ikke å identifisere om det er bobler i boligprisene, men å vurdere om gjeldstyngde institusjoner utgjør en risiko for hele det finansielle systemet
- Fokus er ikke på gjennomsnittet i fordelingen av om fremtidige verdier til en institusjon er for lav, men om nedre hale av fordelingen er for stor
- Og, enda viktigere, bekymring for et dårlig utfall for flere institusjoner
- Standard (DSGE) modeller avviker ikke fra normalen. Men ekstreme perioder er nettopp det man må være opptatt av skal man analysere risiko til det finansielle systemet

Analyse

- Eksempel med en ikke-lineær modell (markov switching). Fanger opp noen perioder med finansielt tress
- Antar en stress impuls til systemet, som med en visst sannsynlighet påvirker produksjonen negativt
- Kostnadene av perioder med finansiell stress en endogent knyttet opp mot et mål for finansielle ubalanser (e.g., gjeldsvekst)

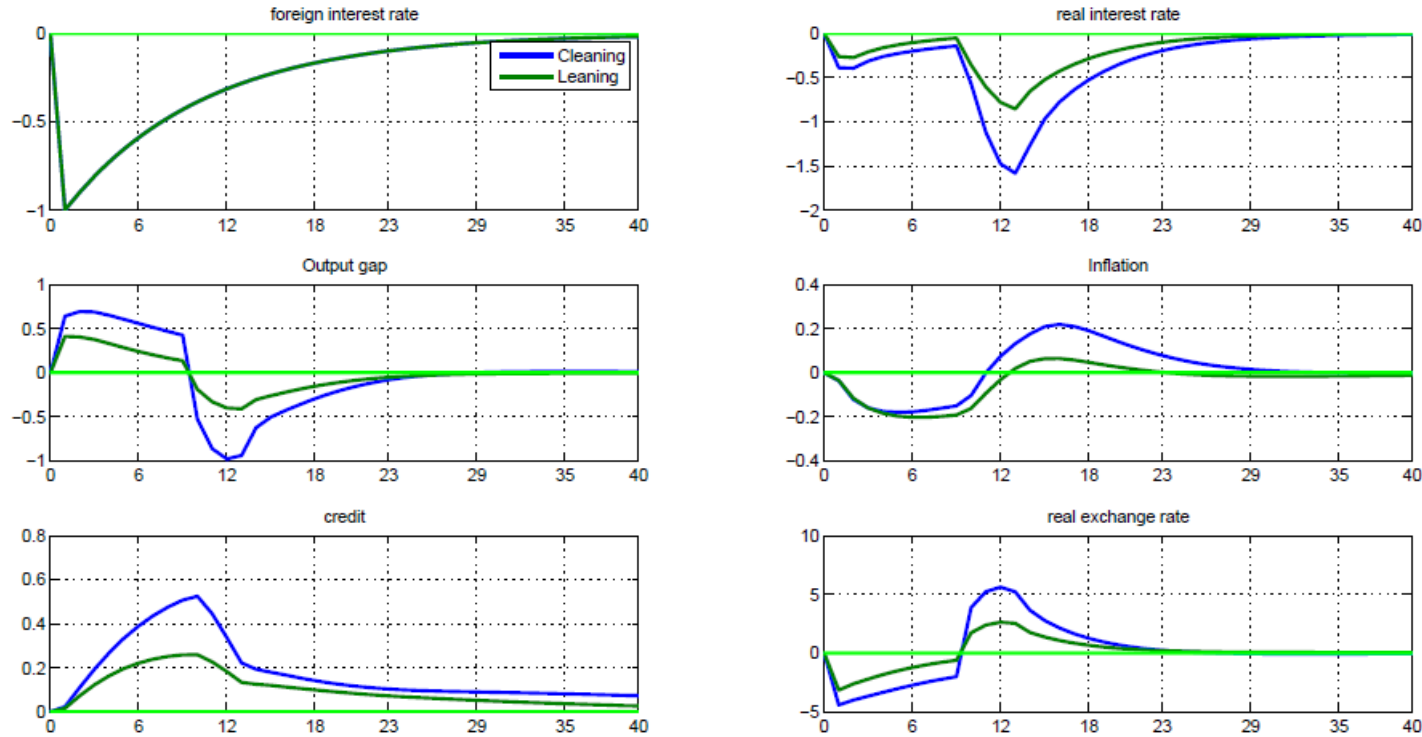
Et negativt sjokk i utenlandske renter (normale tider)



Note: Model 1: $p(\text{stress})=\text{low}$, Model 2: $p(\text{stress})=\text{high}$

- Debt has NO feedback effects.

Finansielt stress – et krisescenario



- The economy switches into stress (period 10-13)
- Probability of a crisis is no longer zero, leaning is beneficial.

Kilde: Bjørnland, Brubakk og Maih (2017)

Oppsummering

- Ikke lineariteter kan bidra til at finansielt stress blir en del av sentralbankens tapsfunksjon
- Det kan være lønnsomt å lene seg mot vinden hvis sannsynligheten for krise er forskjellig fra null
- Pengepolitikken kan påvirke økonomien i en finansiell krise

Takk!