

Pengepolitikk etter finanskrisen

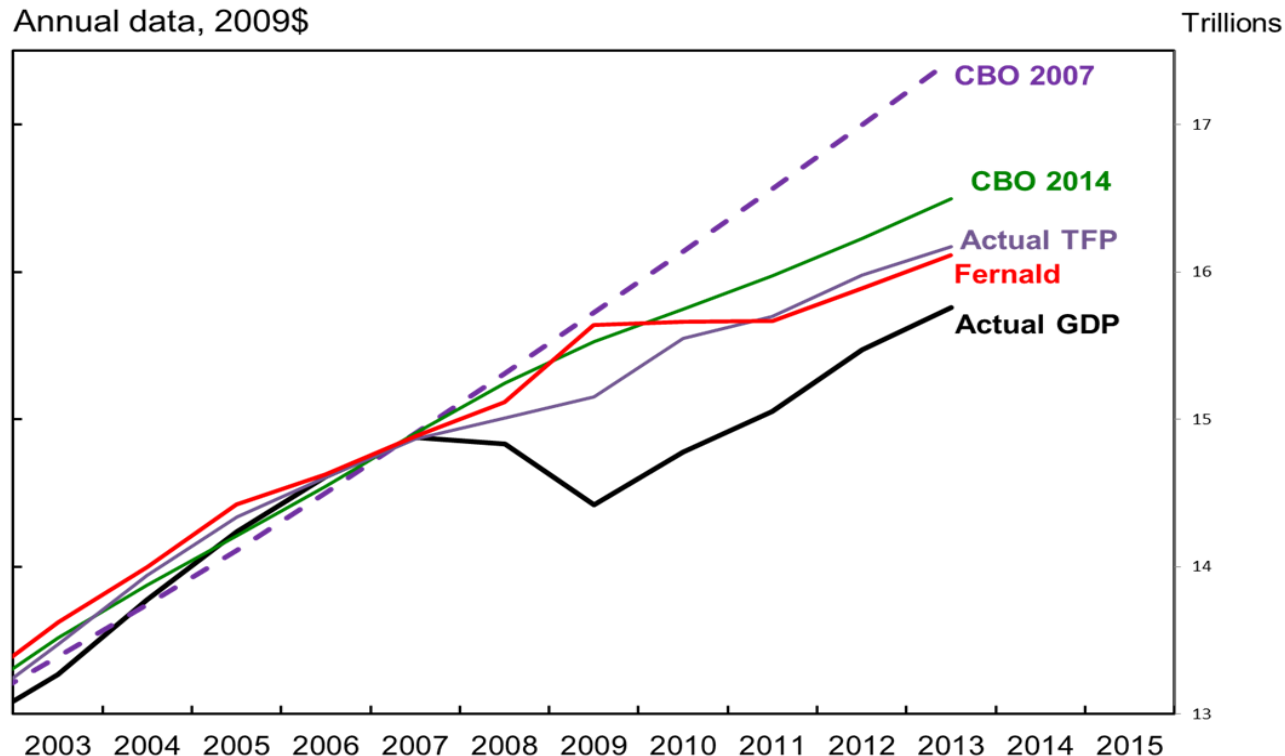
9. forelesning ECON 1310

5. oktober 2015

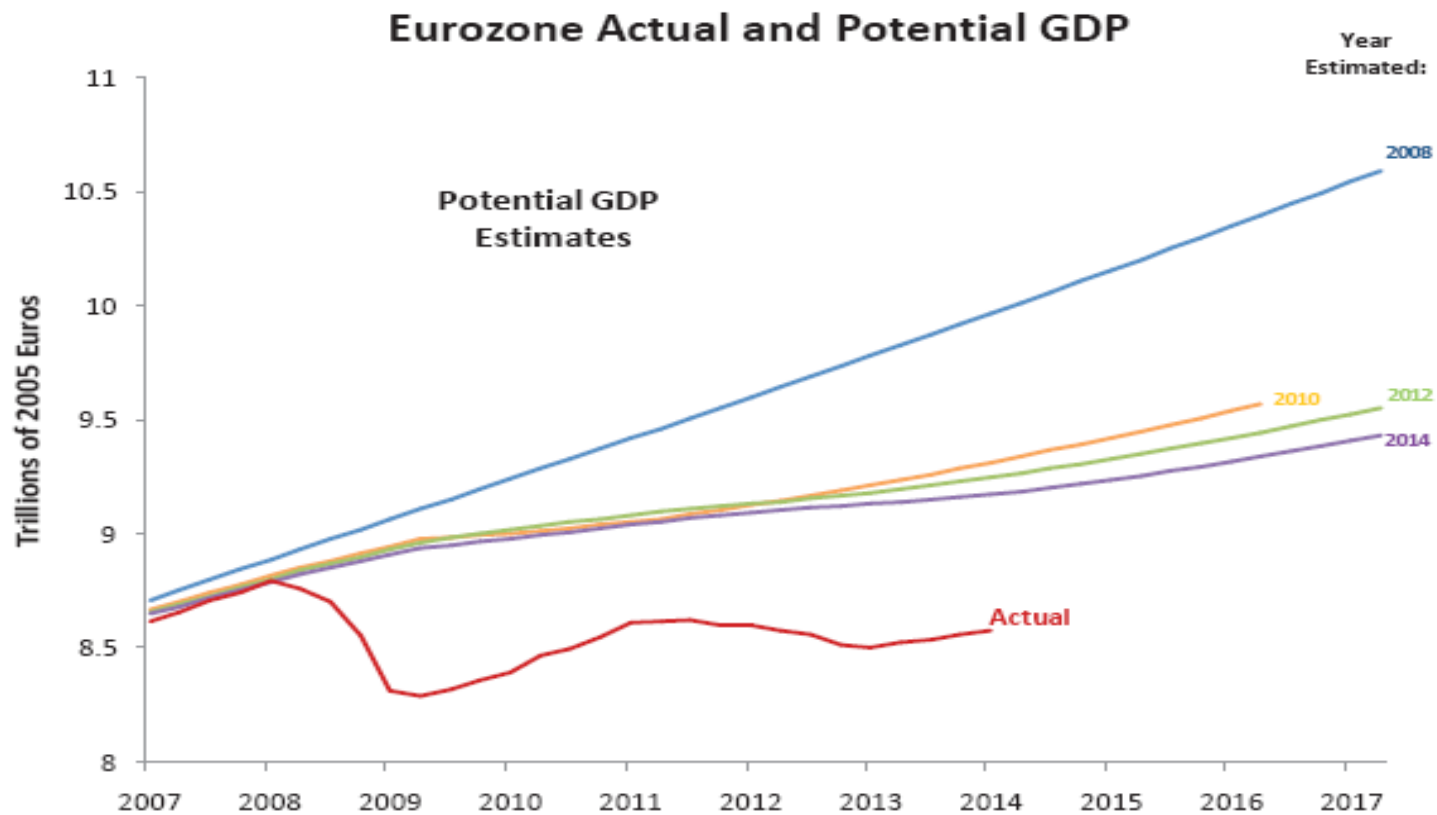
Finanskrisen i 2008-09 førte til kraftig økonomisk nedgang i industrilandene.

Alternative Measures of Potential

Annual data, 2009\$



Anslag på potensielt BNP i USA på ulike tidspunkt, av Congress Bud. Off.



Anslag på potensielt BNP på ulike tidspunkt, laget av IMF

Tre mulige årsaker.

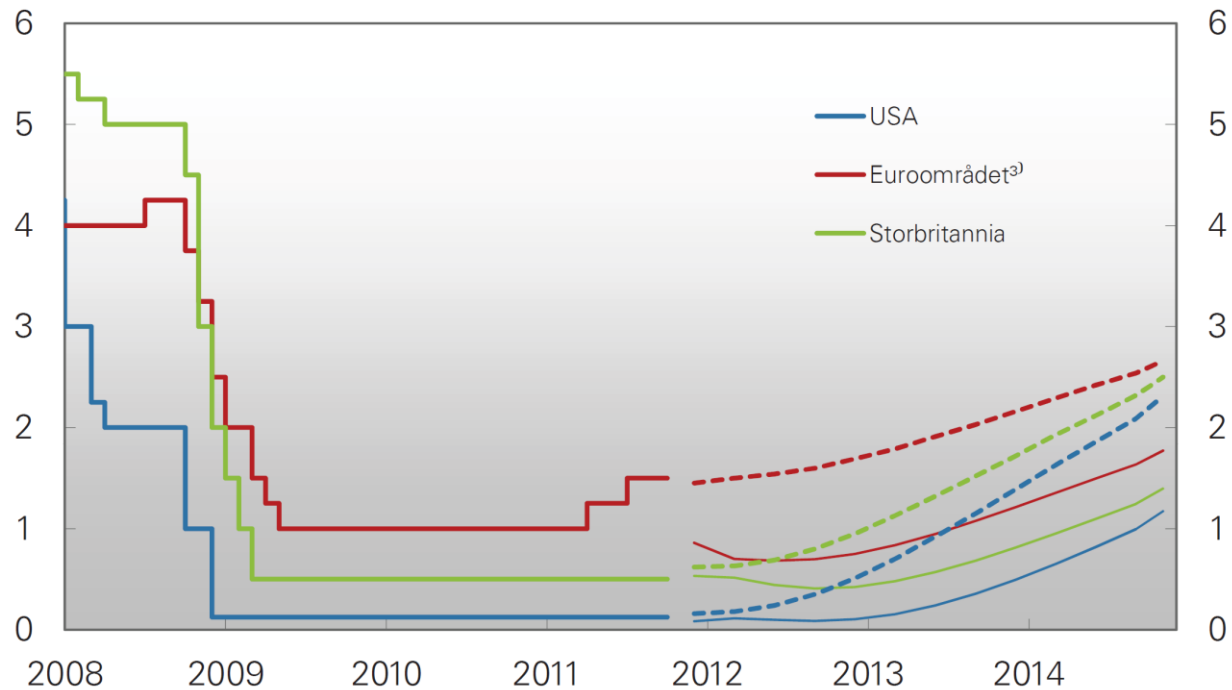
- 1) Anslaget på potensielt BNP laget før krisen for optimistiske, pga sterk høykonjunktur før finanskrisen, dvs. stort positivt BNP-gap.
- 2) Varig reduksjon i nivået på potensielt BNP etter krisen
- 3) Lav samlet etterspørsel innebærer at faktisk BNP fortsatt er langt under nivået på potensielt BNP.

Tre mulige årsaker.

- 1) Anslaget på potensielt BNP laget før krisen for optimistiske, pga sterk høykonjunktur før finanskrisen, dvs. stort positivt BNP-gap.
 - 2) Varig reduksjon i nivået på potensielt BNP etter krisen
 - 3) Lav samlet etterspørsel innebærer at faktisk BNP fortsatt er langt under nivået på potensielt BNP.
-
- 2) – varig negativ virkning på potensielt BNP kan skyldes
- Lavere investeringer som gir lavere produktivitet per arbeider
 - Økt likevektsledighet pga høy langtidsledighet (hysterese)
 - Redusert arbeidsstyrke pga høy ledighet

0-grensen for styringsrenten (likviditetsfellen)

Figur 1.7 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 16. juni 2011 og 13. oktober 2011.¹⁾ Prosent. 1. januar 2008 – 31. desember 2014²⁾



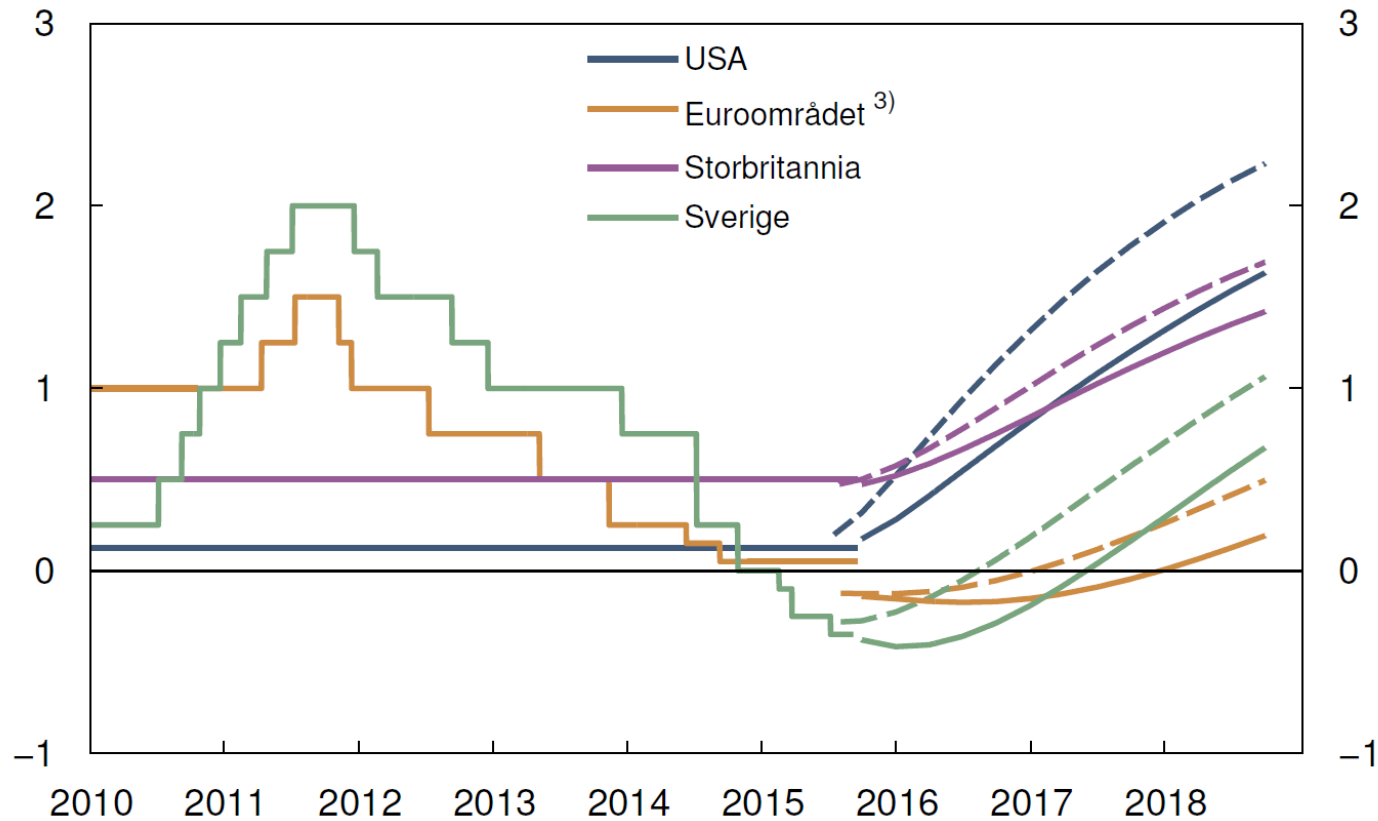
1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 16. juni 2011. Tynne linjer viser terminrenter per 13. oktober 2011. Terminrentene er basert på Overnight Indexed Swap (OIS) renter

2) Dagstall fra 1. juli 2008 og kvartalstall fra 4. kvartal 2011

3) EONIA for euroområdet fra 4. kvartal 2011

Kilder: Bloomberg L.P. og Norges Bank

Figur 1.7 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 12. juni 2015 og 18. september 2015.¹⁾ Prosent. 1. januar 2010 – 31. desember 2018²⁾



1) Stiplede linjer viser beregnede terminrenter per 12. juni 2015. Heltrukne linjer viser terminrenter per 18. september 2015. Terminrentene er basert på Overnight Index Swap (OIS)-renter

- Sentralbankens oppgave er å få inflasjonen nær målet, og BNP nær det potensielle nivået.
- Setter renten slik at samlet etterspørsel blir passe stor => BNP = pot BNP

$$Y = \frac{1}{1 - c_1(1 - t) - b_1} (z^C - c_1 z^I - c_2(i - \pi^e) + z^I - b_2(i - \pi^e) + G)$$

- Sentralbankens oppgave er å få inflasjonen nær målet, og BNP nær det potensielle nivået.

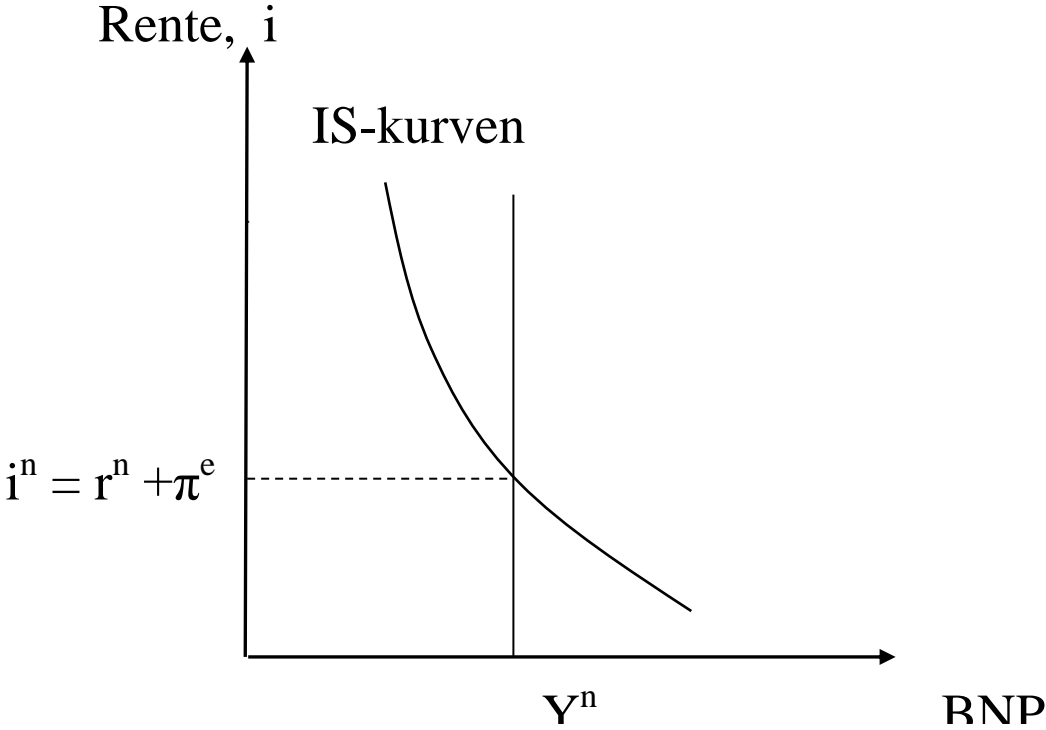
- Setter renten slik at samlet etterspørsel blir passe stor => BNP = pot BNP

$$Y = \frac{1}{1 - c_1(1 - t) - b_1} \left(z^C - c_1 z^I - c_2(i + \rho - \pi^e) + z^I - b_2(i + \rho - \pi^e) + G \right)$$

- Det nøytrale rentenivået er det rentenivået som bidrar til at BNP blir lik sitt potensielle nivå
- Nøytral nominell rente = nøytrale realrente + forventet fremtidig inflasjon,

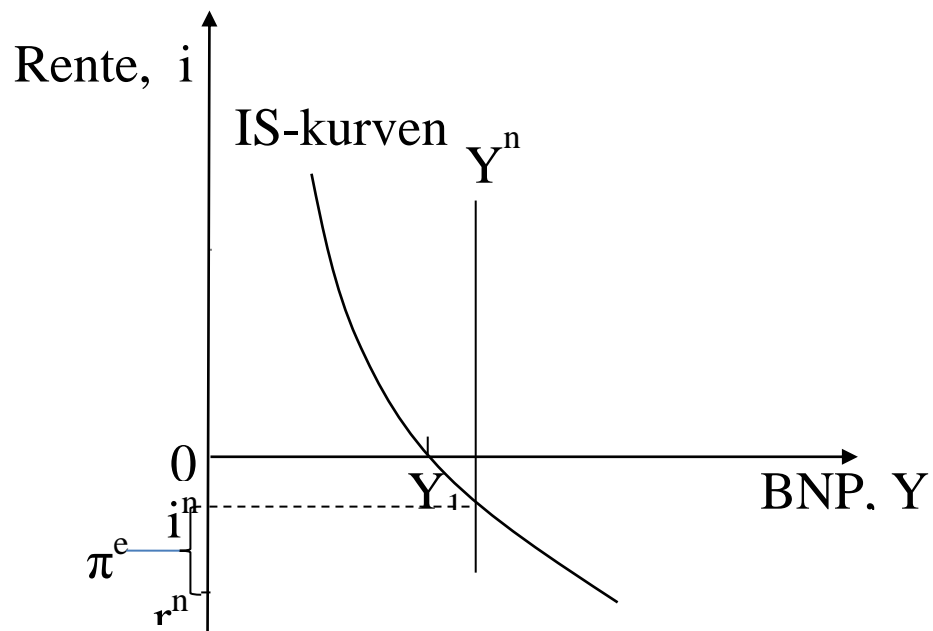
$$i^n = r^n + \pi^e.$$

Figur 10.3 IS-kurven og den nøytrale realrenten.



Kraftig reduksjon i etterspørsel \Rightarrow IS-kurven til venstre \Rightarrow nøytral rente < 0

Hvis inflasjonen er lav, kan 0-grensen på nominell rente forhindre tilstrekkelig stimulans av økonomien



- USA, Eurosonen og Storbritannia etter finanskrisen i 2008-09.
- Private konsum og private investeringer var på lave nivåer bl.a. på grunn av fallende boligpriser, høy privat gjeld, svak utvikling i arbeidsmarkedet og generell pessimisme.

USA – tre hovedårsaker til den lave etterspørselen (Hall):

- husholdningene hadde kjøpt for mange boliger og varige konsumgoder i oppgangstidene i årene før finanskrisen («building and buying frenzy»),
- husholdningene hadde for høy gjeld som måtte betjenes, og
- finansielle friksjoner etter krisen.

- Hvis **0-grensen** forhindrer en ytterligere rentereduksjon, finnes to virkemidler:
 - påvirke forventet fremtidig styringsrente ved å love å holde renten lav lenge
 - kvantitative lettelser (sentralbank kjøper statsobligasjoner og evt private obligasjoner)

Når 0-grensen binder, blir ting snudd på hodet

- Når 0-grensen forhindrer at sentralbanken kan kutte renten hvis etterspørselen faller, må vi ta hensyn til virkning på samlet etterspørsel

Når 0-grensen binder, blir ting snudd på hodet

- Når 0-grensen forhindrer at sentralbanken kan kutte renten hvis etterspørselen faller, må vi ta hensyn til virkning på samlet etterspørsel

Eksempel 1: størrelsen på lønnsveksten.

- Lav lønnsvekst har flere virkninger
- lav lønnsvekst => lav inflasjon => lav rente
- lav lønnsvekst => lav lønnsandel => lavere forbruk fordi kapitaleiere sparer mer enn lønnstakere
- Normale tider: sentralbank senker renten så mye at dette dominerer => BNP opp
- Når 0-grensen binder: kan ikke kutte renten; etterspørsel ned => BNP ned
- Lav lønnsvekst => lav inflasjon => realrente opp => investering ned

Eksempel 2: skatt på kapitalinntekter og formue.

- Lavere avkastning på å spare => mindre sparing => høyere rente => mindre kapital til investeringer => hemme veksten i økonomien.
 - Men andre skatter har også negative effekter
- Når økonomien er i en lavkonjunktur, vil lavere sparing innebære økt konsum som stimulerer økonomien, slik at produksjon og sysselsetting øker.
- Høyere produksjon kan føre til økte investeringer, noe som også vil styrke den økonomiske veksten.

Eksempel 3: Virkning av finanspolitiske innstramninger

- Vanlige tider: pengepolitisk respons demper virkningene av finanspolitiske innstramninger
- Men hvis 0-grensen binder rentesettingen, blir denne effekten borte, fordi renten ikke kan kuttes
- Dermed vil finanspolitiske innstramninger få full negativ virkning.

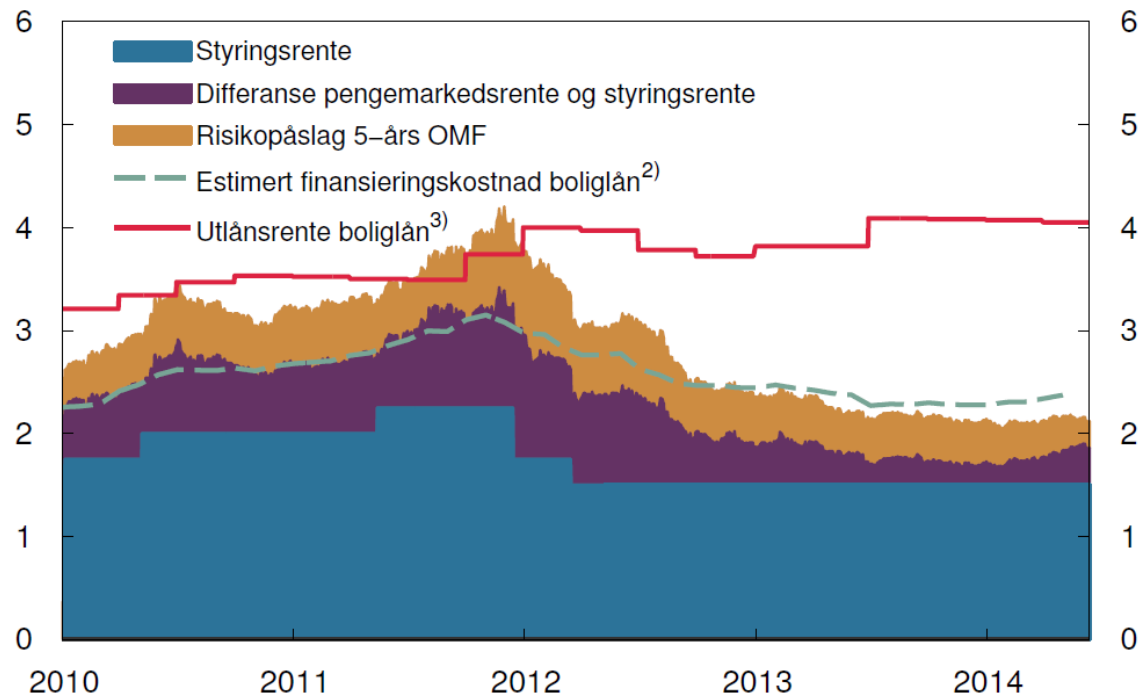
Risikoen for at 0-grensen skal binde pengepolitikken, har også betydning for hva som er riktig pengepolitikk.

- Rentebeslutninger bygger på hva sentralbanken tror om utviklingen i økonomien
- Vanligvis kan usikkerheten slå begge veier => bør sikte midt på
- 0-grensen for renten innebærer at beslutningen ikke lenger blir symmetrisk.
 - Høy vekst kan motvirkes ved høy rente
 - 0-grensen kan forhindre rentekutt ved lav vekst
- Taler for å være forsiktig med å heve renten for tidlig
- Negativ virkning av to renteøk. ECB, i 2011

Finansielle friksjoner i IS-RR-PK-modellen

- Usikre låntakere må betale høyere rente – forskjell økt etter krisen

Figur 1.9 Utlånsrente boliglån¹⁾ og finansieringskostnader.
Prosent. 1. januar 2010 – 12. juni 2014



1) Utlånsrenten på rammelån med pant i bolig gitt av alle banker og kredittforetak i Norge

2) Estimert ut fra vektet rente på beholdning av OMF-lån og vektet innskuddsrente

3) Rammelån

Kilder: DNB Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Finansielle friksjoner i IS-RR-PK-modell

- sentralbankens styringsrente i
- nominelle lånekostnad for private $i^L = i + \rho$, der $\rho > 0$ er ekstra lånekost
- Nye tiltak fra Finanstilsynet tilsvarende effekt
- Konsum- og investeringsfunksjonene blir

$$C = z^C + c_1(Y - T) - c_2(i + \rho - \pi^e),$$

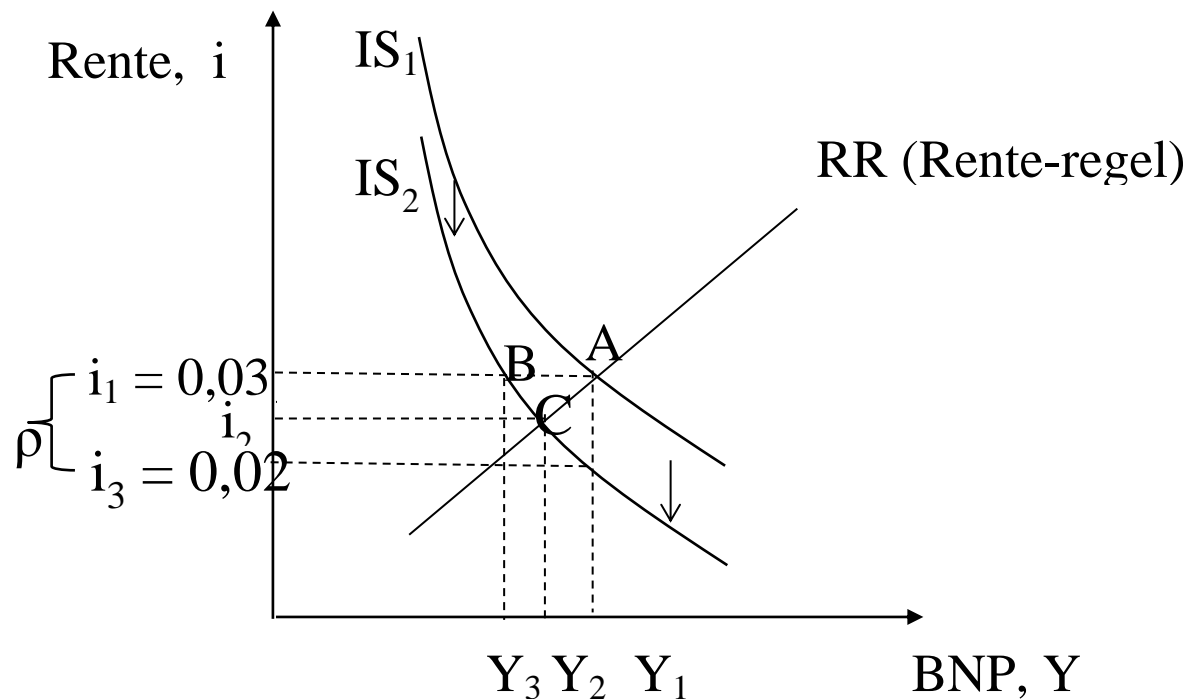
$$I = z^I + b_1Y - b_2(i + \rho - \pi^e)$$

IS-kurven blir dermed gitt ved

$$Y = \frac{1}{1 - c_1(1 - t) - b_1} (z^C - c_1z^i - c_2(i + \rho - \pi^e) + z^I - b_2(i + \rho - \pi^e) + G)$$

- IS-kurven skifter ned i diagrammet, like mye som størrelsen på den finansielle friksjonen.

Figur 10.6 Økt finansiell friksjon fører til at IS-kurven skifter ned

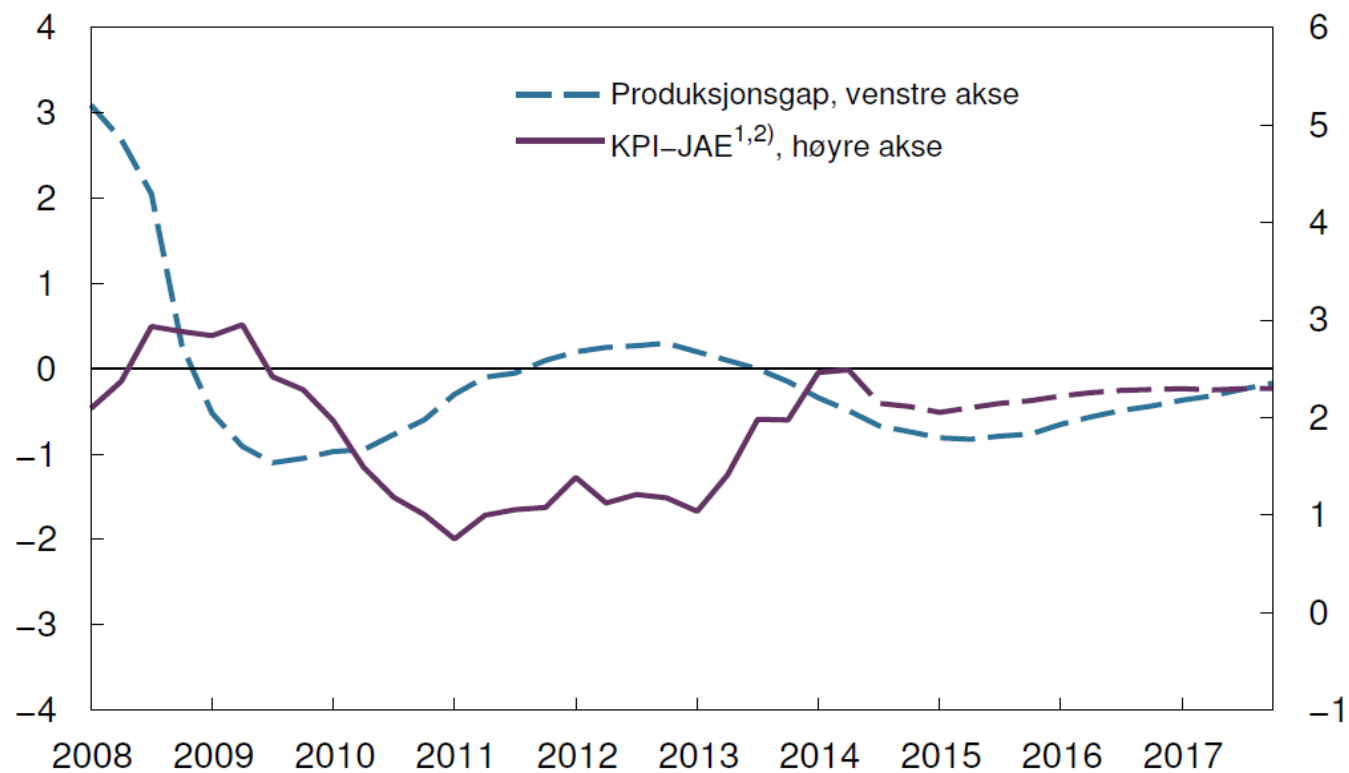


- Finansielle friksjoner \Rightarrow økte lånekostnader \Rightarrow BNP reduseres, selv om sentralbanken demper nedgangen i BNP ved å redusere styringsrenten.

Finansiell stabilitet og robust pengepolitikk

- kraftig oppgang i boligpriser og andre eiendomspriser og høy gjeld i husholdningene var viktige årsak til det sterke tilbakeslaget i forbindelse med finanskrisen.
- Viktig lærdom: dempe økningen i husholdningenes gjeld i gode tider.
- Noen sentralbanker, bl.a. Norges Bank og Sveriges Riksbank, har eksplisitt uttalt at hensyn til finansiell stabilitet og å dempe økningen i gjeld og formuespriser fører høyere rente enn den ellers ville være.
-

Figur 2.6 Inflasjon og produksjonsgapet i referansebanen.
 Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



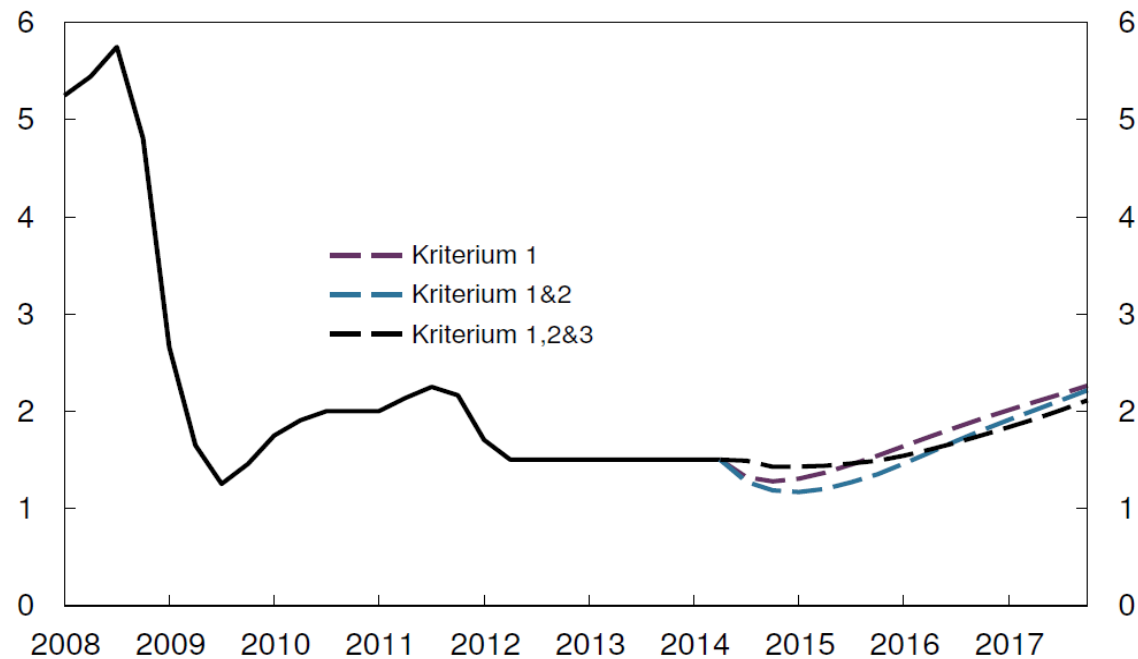
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

2) Anslag for 2. kv. 2014 – 4. kv. 2017 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Optimal styringsrente ved ulike mål for pengepol

Figur 2.16a Styringsrenten. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2017



Kilde: Norges Bank

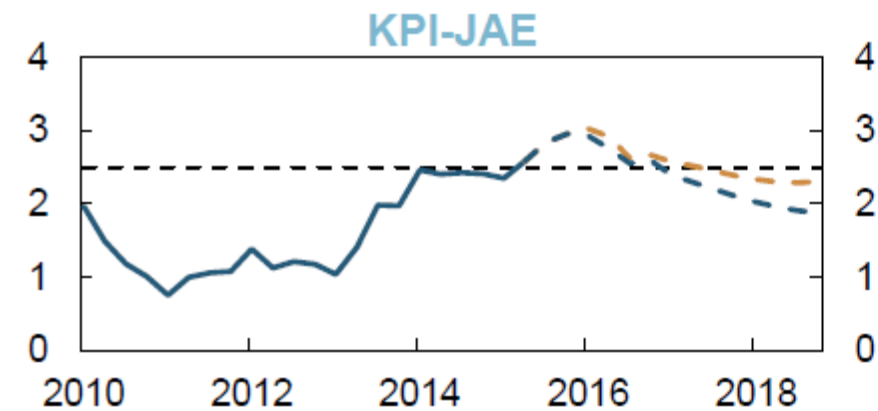
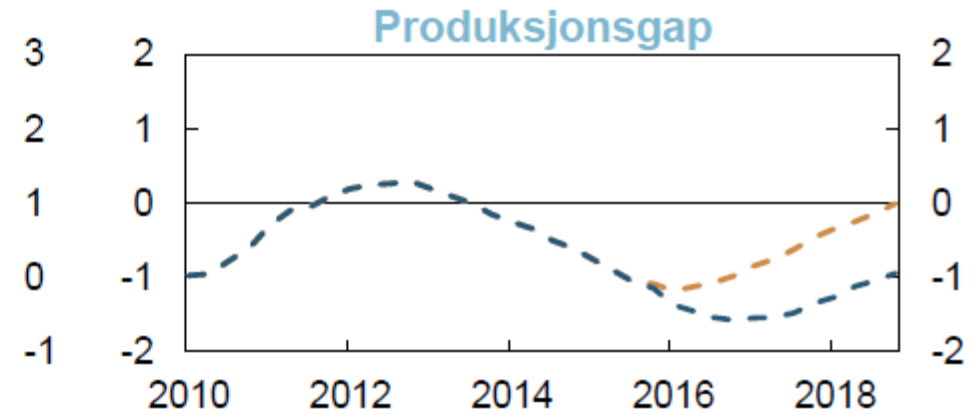
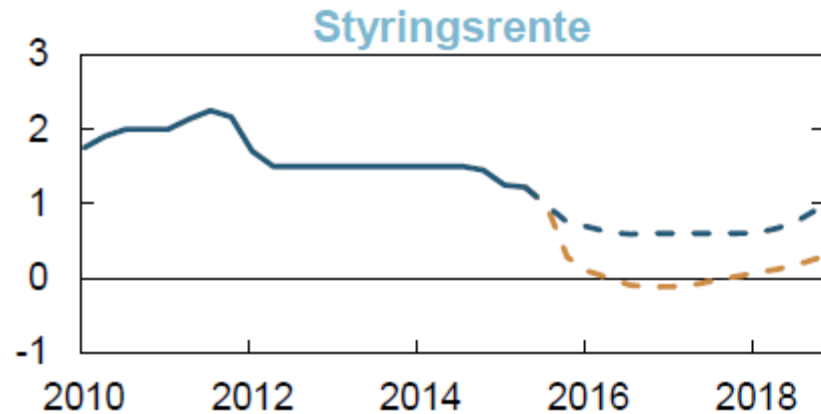
Kriterium 1: inflasjonen nær målet på 2,5 prosent.

Kriterium 2: inflasjonsstyringen fleksibel, balanse inflasjon og BNP-gap

Kriterium 3: Robust pengepolitikk, som demper finansielle ubalanser.

Kriterier for en god rentebane

Prosent



1. Inflasjonsmålet nås
2. Inflasjonsstyringen er fleksibel
3. Pengepolitikken er robust

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

— Referansebane — Kriterium 1 og 2

2