



UNIVERSITY
OF OSLO

Finanskrisen og pengepolitikken

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

12. januar 2010

2010



UNIVERSITY
OF OSLO

Krisen og pengepolitikken

- Var pengepolitikken (lave renter) en viktig årsak til finanskrisen?
- Har pengepolitikken bidratt til at vi er på vei ut av krisen?
- Pengepolitikk – før og nå
- Hvilke lærdommer kan vi trekke for fremtidig pengepolitikk?

2010



Var pengepolitikken en viktig årsak til krisen?

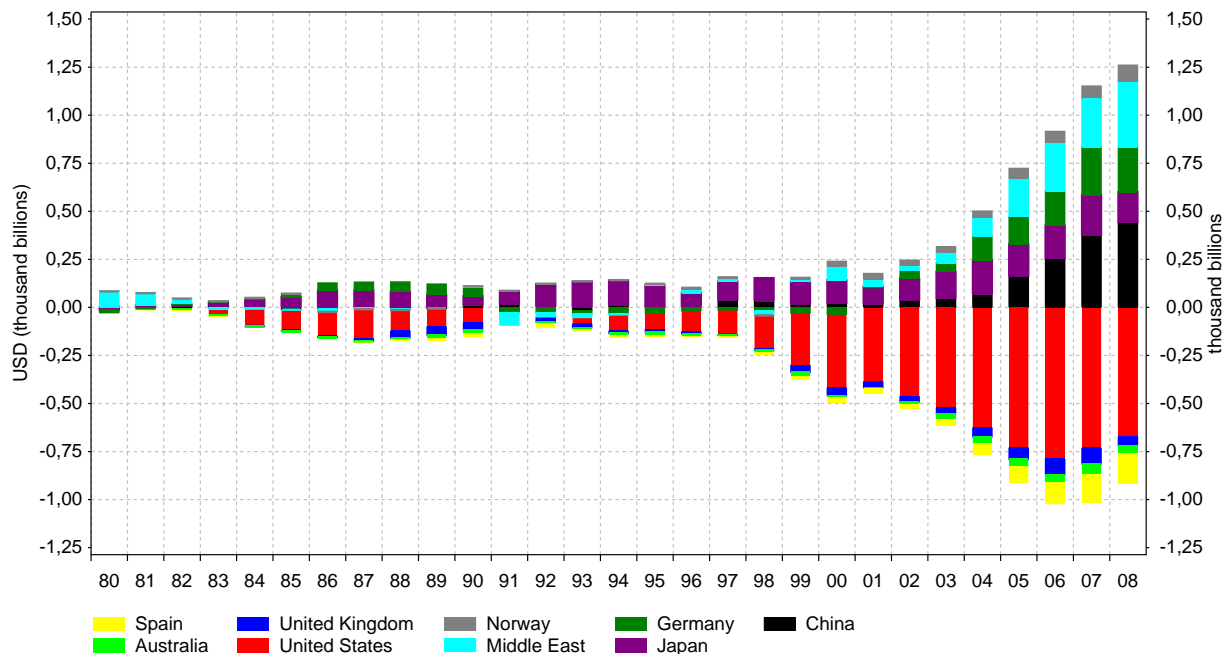
- Hovedårsaken til krisen lå i det finansielle systemets virkemåte
 - . Lite egenkapital og mye kortsiktig finansiering
 - . Høy risiko, som ble undervurdert
 - . Uoversiktlige verdipapirer og systemer
- Incentiver og regulering
 - . Incentivavlønning bidro til risikotaking
 - . Mangelfull regulering og tilsyn
- Lav rente har bidratt til sterk vekst i formuespriser og "search for yield"
 - . Globale ubalanser eller pengepolitikk?

2010



Økende ubalanser

Ubalansene som knakk verdensøkonomien
Driftsbalanse, tusen milliarder dollar



Source: Reuters EcoWin

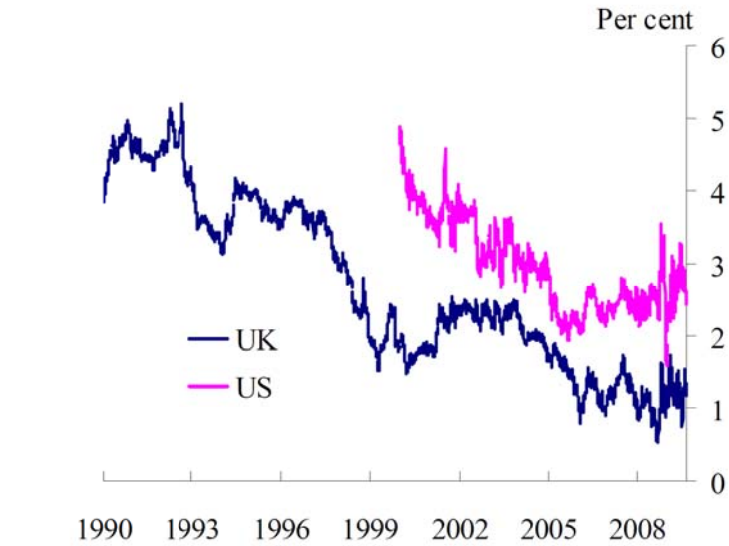
2010



Fallende lange realrenter – trolig drevet av høy sparing

8. Long-term real interest rates

Real 8.5 year government forward rates



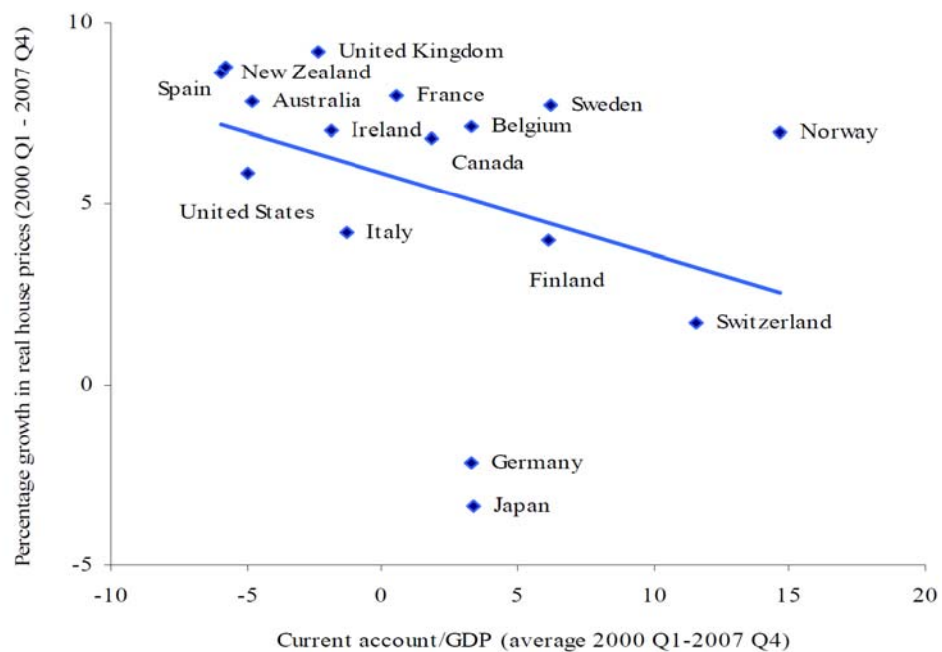
Source: Bloomberg and Bank calculations

2010



Høy etterspørsel gir boligprisvekst og underskudd på driftsbalansen

9. Real house prices & current accounts



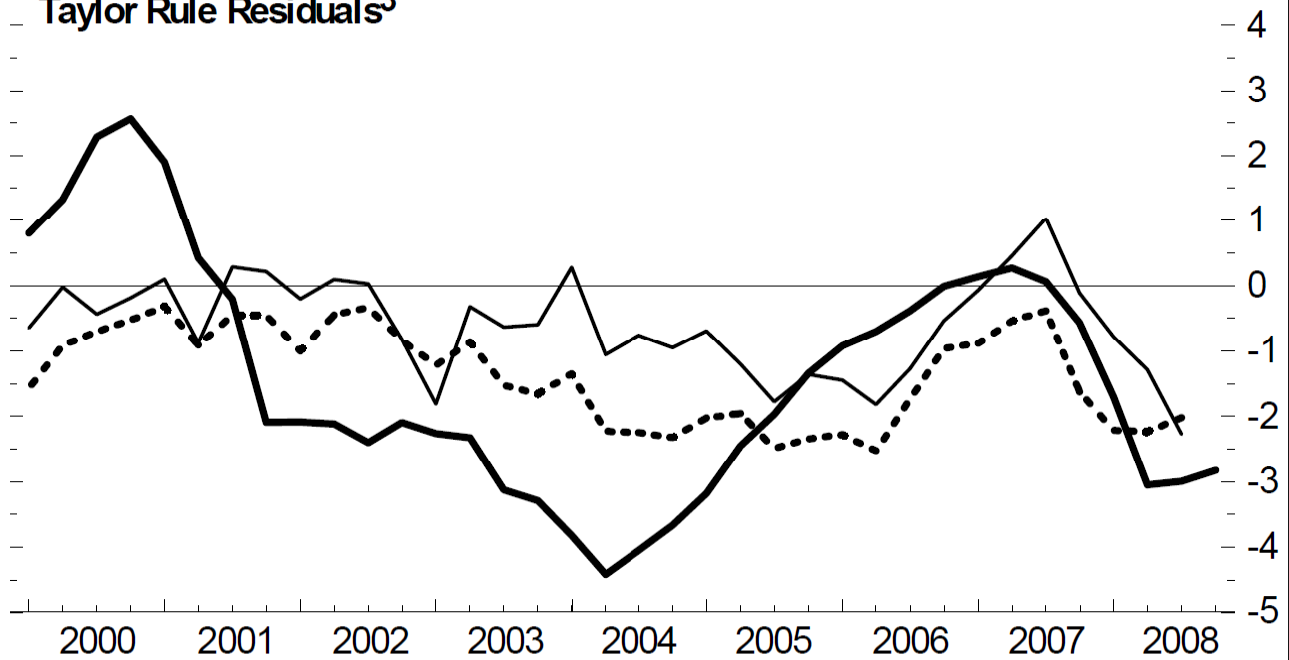
2010



Renten lavere enn "politikk-regel"

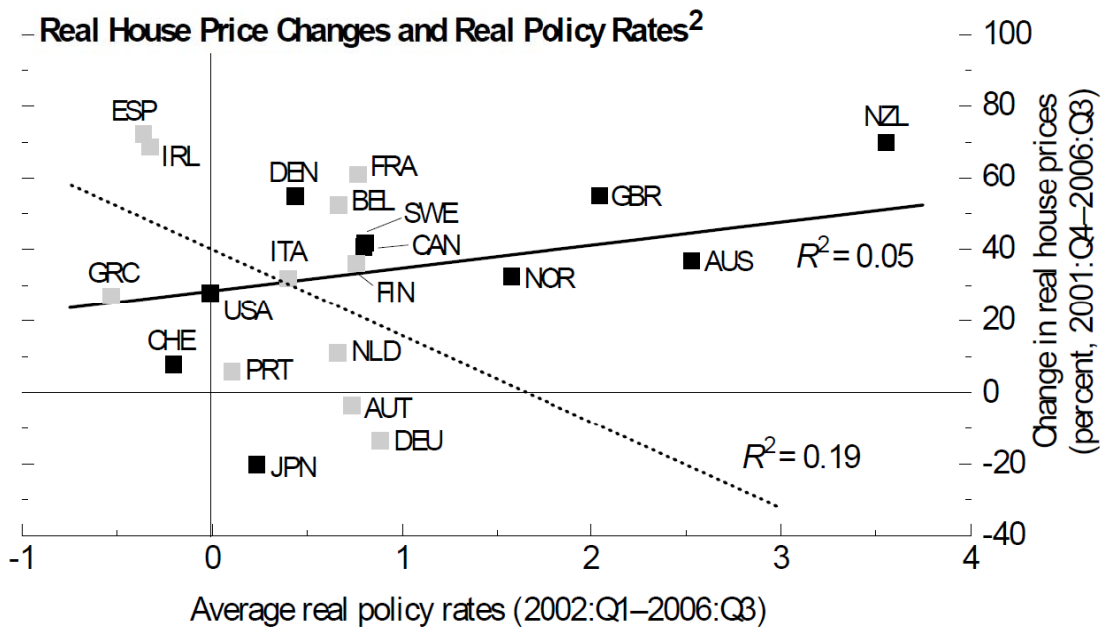
— Euro area United States — Average of other advanced economies¹

Taylor Rule Residuals³



Pengepolitikken ikke skapt boligbobler Men ikke dempet dem heller

Figure 13. House Prices and Monetary Conditions¹



2010



UNIVERSITY
OF OSLO

Pengepolitikken i ettertid ?

2010



UNIVERSITY
OF OSLO

Medienes syn



2010



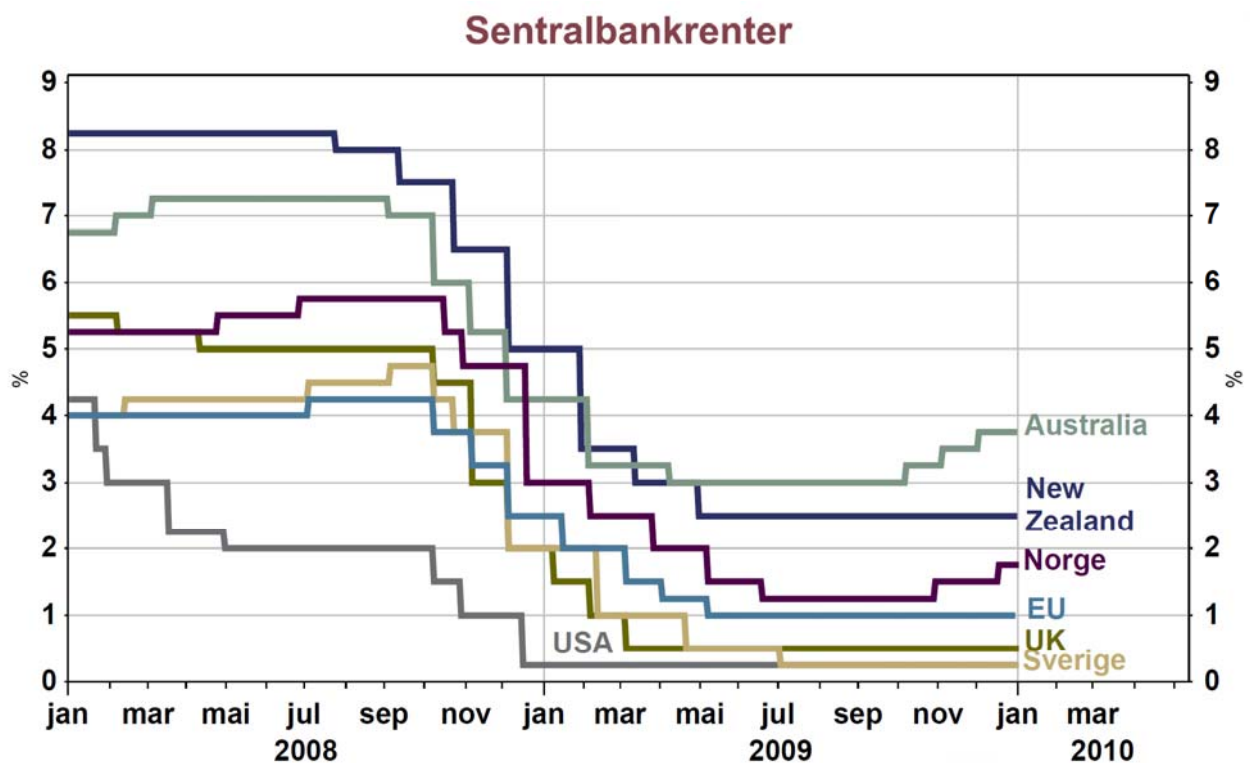
Pengepolitikken i ettertid – har vært meget effektiv

- Kraftige og raske rentekutt
- Likviditetstilførsel
- Kvantitative lettelser
 - Kjøp av obligasjoner, stat og annet
- Rask politikk-omlegging, ikke bundet opp av planlagt politikk

2010



Store kutt i korte renter

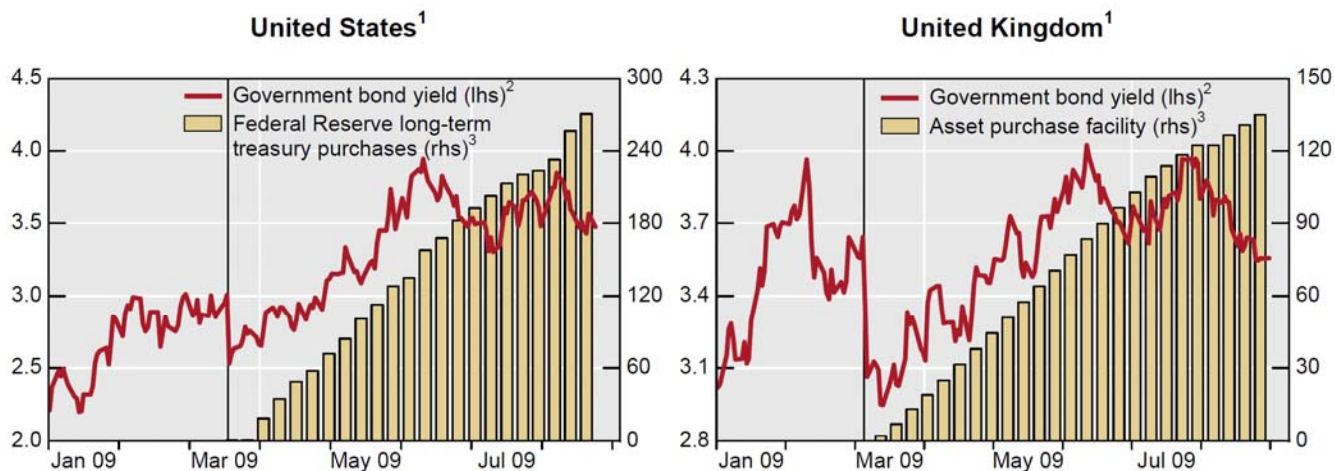


2010



Kjøp av statsobligasjoner trolig dempet lange renter

Figure 5: Central bank bond purchases



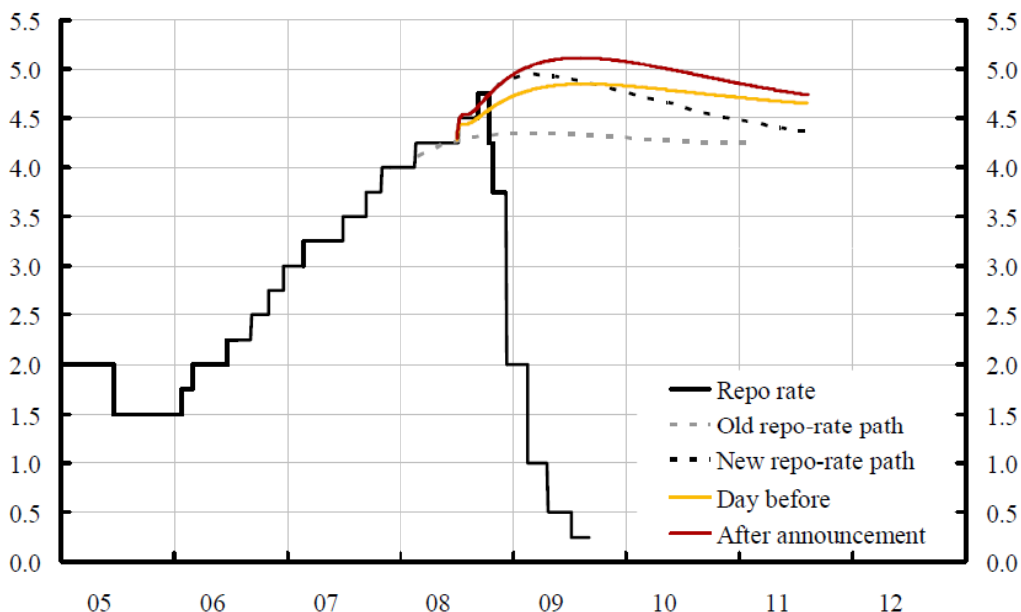
¹ The policy announcement day 0 (vertical line) is: for the United Kingdom, 5 March 2009; for the United States, 18 March 2009. ² Ten-year bond yields, in per cent. ³ In billions of national currency.

Sources: Bloomberg; national data.



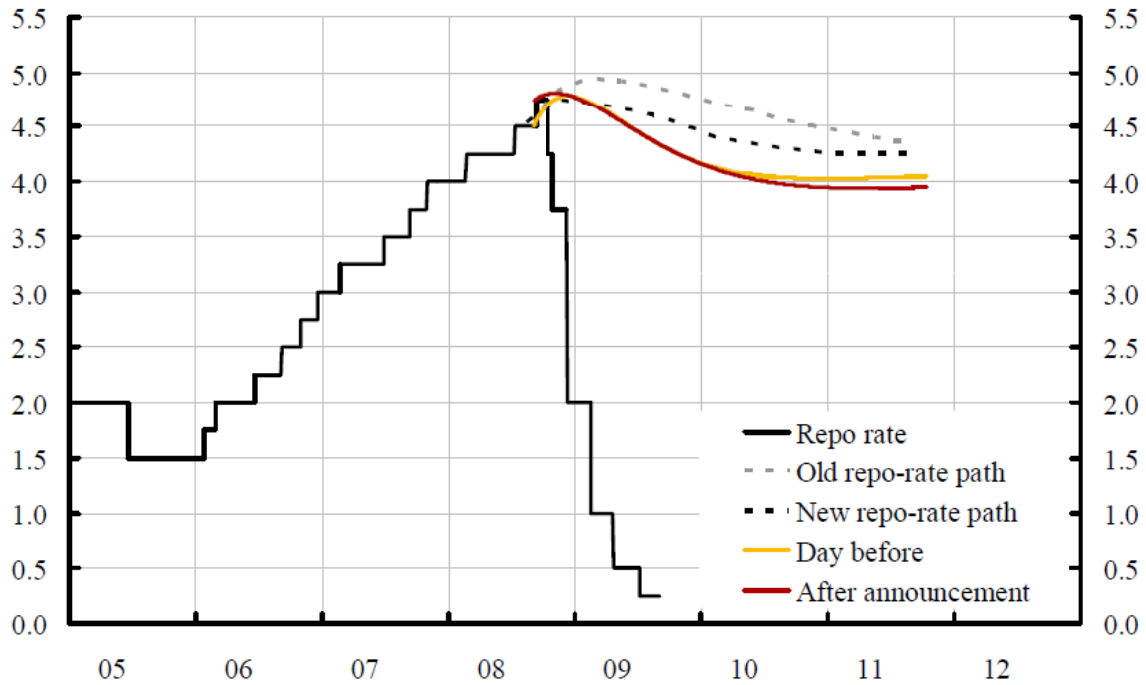
Ikke bundet av gamle planer Riksbanken: renteprognose & markedsrenter

July 2008

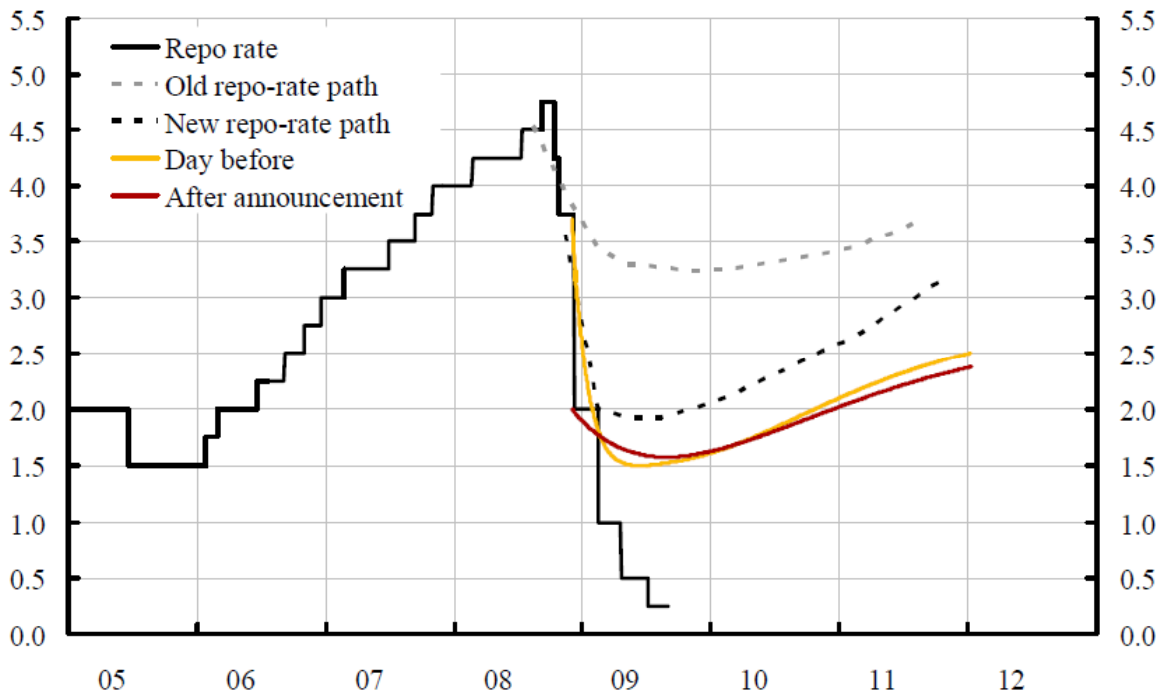




September 2008

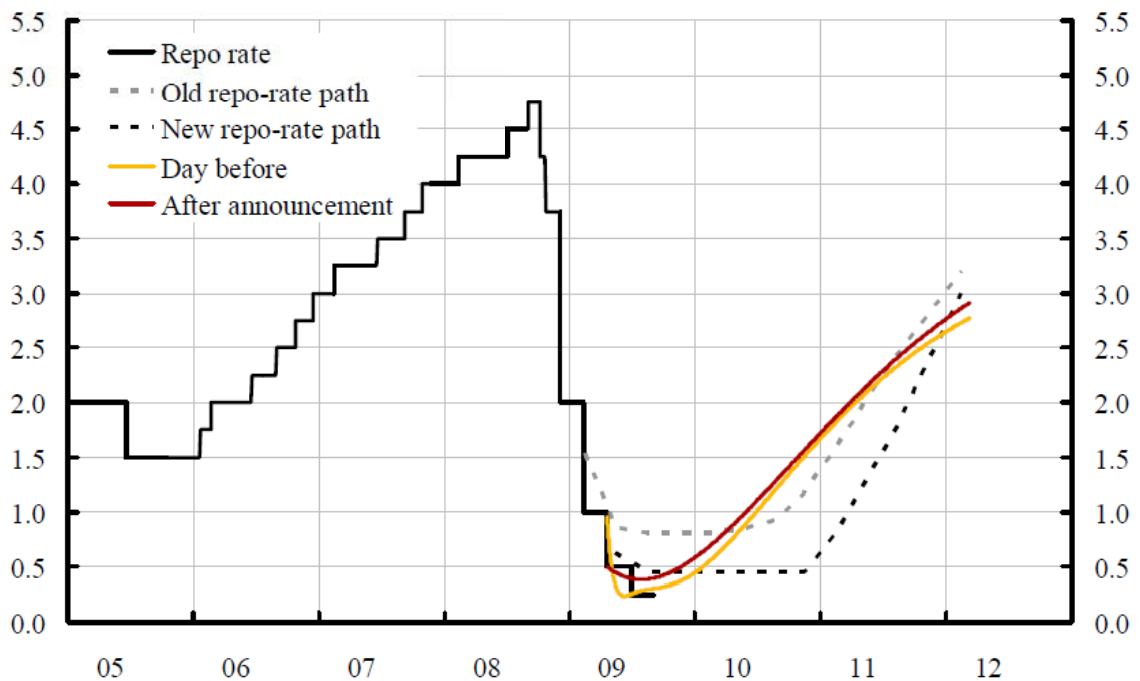


December 2008





April 2009



Pengepolitikken er blitt mye bedre enn den var - I

- The "Great Depression" – 1929-33
 - .Kredittespansjon og finansiell innovasjon
 - .Negativ spiral: realøkonomi og finanskriser
 - .Samme fall i BNP, svakere fall i aksjekurser og verdenshandel enn denne gang

Men

- .Penge- og finanspolitikken forble stram
- .Deflasjon forsterket gjeldsproblemene
- .Høyt antall bank-konkurser
- .Spredning ved gullstandard og proteksjonisme
- .Inntil gullstandarden ble forlatt og pengepolitikken mer ekspansiv (USA 1933)



Pengepolitikken er blitt mye bedre enn den var - II

- Dårlig pengepolitikk bidro til høy inflasjon på 1970- og 80-tallet
 - . Sentralbankene unnlot å forhindre økningen i inflasjonen
 - . Innebar store kostnader, først med høy inflasjon, deretter med å få den ned
- Pengepolitikken preget av hemmelighet
 - . F.eks.: USA – FED forsøkte å skjule endring i pengepolitikken på høsten 1982
- Høy rente forlenget lavkonjunktoren i Norge på begynnelsen av 1990-tallet
 - . Fastkurs-politikk mindre egnet til opprydning etter økonomiske kriser



Hva kan vi lære?

- Finansiell stabilitet viktigere enn vi trodde
 - . Rentepolitikken må motvirke at ubalanser bygges opp
 - . Men renten kan ikke sikte på å styre boligprisene
 - . Tilsyn og regulering trolig vel så viktig som rentepolitikken
- Fleksibelt inflasjonsmål har bidratt til meget effektiv politikk i etterkant



- . Operativt mål: stabil, lav inflasjon
- . Også mål om stabil produksjon
- . Hovedvekt på lav inflasjon fordi:
 - . Troverdighet – unngå "inflation bias"
 - . Høy inflasjonen kan bli vedvarende
 - . Inflasjon innebærer betydelige kostnader
 - . Pengepolitikken kan ikke øke BNP på varig basis (ikke varig under enn likevektsledigheten)
- . Argumenter i hovedsak riktige, men
 - . bør nyanseres, og er mindre treffende enn før



- . **1970- og 80-tallet:** Lønnsfastsetterne kunne utfordre pengepolitikken
- . Økt inflasjon ble varig ved økt lønnsvekst
- . **Nå:** Bred forståelse for at lønnsveksten må tilpasses konkurranseevne og inflasjonsmål
 - . Fagforeninger svakere og mindre militante
 - . Økonomiene mer åpne for handel
 - . Kapitalen mer mobil over landegrensene
 - . Bedriftene mer fokusert på lønnsomhet



Kostnadene ved midlertidige avvik fra inflasjonsmålet er små

Standard pengepolitisk teori:

- Avvik fra inflasjonsmålet innebærer
 - Betydelige kostnader ved feil priser
 - Ineffektive konjunktursvingninger (produksjonsgap forskjellig fra null)
- Viktig å stabilisere inflasjonen

Men:

- Teori-resultater, med svak forankring i virkeligheten
- I praksis har svingningene i inflasjonen ofte liten sammenheng med produksjonsgapet og kostnadene er små



Pengepolitikk og inflasjon

- Liten kontroll over inflasjonen på kort sikt
 - Blir drevet av kortsiktige fluktuasjoner
 - Forsøk på finstyring av inflasjonen kan gi kostnader ved virkning på produksjonen, rentenivået og finansiell stabilitet
- God kontroll på lengre sikt
 - Stram pengepolitikk disiplinerer lønnsdannelsen og påvirker kronekursen
 - Vil etter hvert få ned inflasjonen
 - Dersom en griper inn tidsnok (før lønnsdannelsen endres), vil kostnadene bli begrensete



Pengepolitikken kan påvirke andre viktige faktorer

- Teori-modeller antar gjerne at konjunktorene er symmetriske
 - .I så fall vil politikk som motvirker lavkonjunkturer også dempe høykonjunkturer, uten å påvirke gjennomsnittlig BNP
- Finanskrisen illustrerer at dette er feil
 - .Kraftige lavkonjunkturer blir neppe kompensert med tilsvarende høykonjunkturer
 - => Motkonjunkturpolitikk vil øke gj.snittlig BNP
- Også kostnader ved ustabilitet som rammer investeringer og enkeltsektorer, selv om det ikke påvirker BNP-gap



Oppsummering

- Lav rente i USA har bidratt til finansiell oppblåsning, men neppe spilt noen hovedrolle for finanskrisen
 - .Finansmarkeder og tilsyn viktigere
- Pengepolitikken har vært effektiv i etterkant
 - .Pengepolitikken mye bedre enn før
- Men pengepolitisk rammeverk kan fortsatt forbedres
 - .Fortsatt for sterk vekt på inflasjon på kort sikt
 - .Ikke nok hensyn til andre kostnader ved ustabilitet, som feilinvesteringer og reallokeringer