

Hvem bestemmer renten i Norge?

Direktør for Norges Bank Pengepolitikk, Ida Wolden Bache, holder foredrag på Samfunnsøkonomenes valutaseminar i Oslo.

Det tas forbehold om endringer under fremføringen.

Takk for invitasjonen til å snakke på årets Valutaseminar. Temaet i år er «*Stabiliseringspolitikk og utfordringer knyttet til finansiell stabilitet*». Hvilken rolle pengepolitikken bør ha i stabiliseringspolitikken og i arbeidet med å fremme finansiell stabilitet diskuteres både her hjemme og i andre land. I Norges Bank har vi lagt vekt på at ansvaret sentralbanken får må stå i forhold til de mulighetene vi har til å nå målene som blir satt. Og det er tema for mitt innlegg her i dag: Hvilke *muligheter* har pengepolitikken i en liten åpen økonomi til å forfølge innenlandske mål? I hvilken grad kan pengepolitikken dempe svingninger i realøkonomien og i finansmarkedene i en verden der kapital flyter fritt over landegrensene? Sagt på en annen måte: Hvem bestemmer egentlig renten i Norge?

En av de mest berømte teoriene i økonomifaget er nobelprisvinner Robert Mundells såkalte «trilemma». Et trilemma er en situasjon der en må gjøre et valg mellom tre alternativer, der hvert av alternativene har sine uunngåelige kostnader. Trilemmaet i internasjonal finans innebærer at et land ikke samtidig kan ha både fri flyt av kapital, en stabil valutakurs og en uavhengig pengepolitikk. Ifølge Mundell kan et land bare få to av disse: Med full kapitalmobilitet må landet velge mellom en uavhengig pengepolitikk og en stabil valutakurs. Dersom en velger en stabil valutakurs gir en samtidig avkall på muligheten til å sette renten ut fra innenlandske behov. Med en flytende valutakurs kan pengepolitikken få en større rolle i stabiliseringspolitikken. Det var da også noe av begrunnelsen for at Norge gikk over fra et valutakursmål til et inflasjonsmål i 2001. I perioden før innføringen av inflasjonsmålet hadde det i økende grad oppstått en konflikt mellom hensynet til å holde valutakursen stabil og hensynet til å dempe svingningene i realøkonomien. Pengepolitikken ble medsyklisk. Det så vi siste gang høsten 1998 da oljeprisen falt markert og renten ble satt opp med 3 prosentenheter. Med innføringen av inflasjonsmålet og handlingsregelen for finanspolitikken fikk Norges Bank et større ansvar i konjunkturstyringen. Pengepolitikken skulle rettes inn mot lav og stabil inflasjon og skulle samtidig bidra til å jevne ut svingningene i produksjon og sysselsetting.

Etter overgangen til en flytende valutakurs kunne en kanskje vente at renteforskjellen mellom Norge og handelspartnerne ville bli større og variere mer over tid. Som figuren viser har det imidlertid vært en tett sammenheng mellom pengemarkedsrentene ute og her hjemme også etter omleggingen til inflasjonsstyring. Betyr det at norske renter egentlig bestemmes i Washington og Frankfurt? Står valget mellom frie kapitalstrømmer og en uavhengig pengepolitikk? Eller med andre ord: Står myndighetene i små åpne økonomier overfor et dilemma, og ikke et trilemma? En som har svart ja på det siste spørsmålet er den franske økonomen Hélène Rey. I et foredrag under Jackson Hole symposiet i 2013 [\[1\]](#) viste hun til den tette samvariasjonen mellom formuespriser, kapitalstrømmer og kredittvekst på tvers av land. Ifølge Rey bestemmes de finansielle forholdene i en liten åpen økonomi av de finansielle forholdene i de store internasjonale finanssentrene, uavhengig av valutakursregimet.

Det kan være mange grunner til at renter, og finansielle forhold mer generelt, samvarierer mellom land. Men, en høy korrelasjon er ikke ensbetydende med at Mundells tese er ugyldig eller at uavhengigheten i pengepolitikken er illusorisk. På spørsmålet om vi har en uavhengig pengepolitikk i Norge, er svaret et utvetydig ja. Vi kan sette en styringsrente som avviker fra styringsrentene i andre land; spørsmålet er i hvilken grad det er ønskelig å gjøre det.

Som en liten åpen økonomi, påvirkes Norge naturlig nok av forstyrrelser fra utlandet og internasjonale utviklingstrekk. I en studie utført av forskere i Norges Bank anslås det at nesten 80 prosent av svingningene i Fastlands-BNP for Norge kan tilskrives internasjonale forhold. [2] Det er derfor ikke unaturlig at rentene i Norge samvarierer med rentene hos våre handelspartnere. Vi reagerer i stor grad på de samme forstyrrelsene.

De siste tretti årene har det vært en trendmessig nedgang i både nominelle og reelle renter internasjonalt. Nedgangen i realrentene har sammenheng med langsiktige utviklingstrekk som har påvirket global sparing og investering. Store spareoverskudd i fremvoksende økonomier, særlig i Kina og oljeeksporterende land, har trolig vært én viktig faktor. I mange land har trolig sparingen økt som følge av en mer ujevn inntektsfordeling og pensjonssparing blant store etterkrigskull. I tillegg har produktivitetsveksten avtatt og gitt en lavere avkastning på realkapital. Disse strukturelle faktorene er i hovedsak utenfor sentralbankenes kontroll og bidrar til samvariasjon mellom internasjonale renter uavhengig av pengepolitikken. De har likevel konsekvenser for pengepolitikken ved at de påvirker nivået på realrenten som er forenelig med balanse i økonomien, den såkalte nøytrale realrenten. Økonomer i den amerikanske sentralbanken finner at den nøytrale realrenten har falt markert over de siste 25 årene i både USA, euroområdet, Storbritannia og Canada. [3] De finner en betydelig grad av samvariasjon mellom estimatene på den nøytrale realrenten i landene de ser på, og tolker dette som et tegn på at felles, globale faktorer er viktige for å forstå utviklingen i nøytrale realrenter.

Også på kortere sikt vil pengepolitikken påvirkes av internasjonale forhold. Utviklingen ute påvirker utsiktene for inflasjonen og realøkonomien her hjemme gjennom mange kanaler. Økt aktivitet ute gir høyere etterspørsel etter norske varer og tjenester, som igjen kan øke presset i arbeidsmarkedet og bidra til høyere lønns- og kostnadsvekst her hjemme. Høyere lønns- og prisvekst i landene vi handler med vil normalt gi økte priser på de varene og tjenestene vi importerer. Det kan også gi høyere priser på norskproduserte varer som konkurrerer med import. Isolert sett vil både høyere etterspørsel og høyere inflasjon ute trekke i retning av en høyere rente både hos våre handelspartnere og her hjemme.

Med fast valutakurs vil endringer i pengepolitikken ute normalt påvirke rentesettingen hjemme nærmest en-til-en. Men også med en flytende valutakurs vil endringer i pengepolitikken ute påvirke rentesettingen her hjemme. Noen kan tolke dette som mangel på pengepolitisk uavhengighet. At man i rentesettingen i små åpne økonomier responderer på pengepolitikken ute, er imidlertid helt i tråd med optimal pengepolitikk under et inflasjonsmål. En lavere rente ute vil, alt annet likt, føre til at den norske kronen styrker seg. En sterkere krone vil normalt bidra til at den importerte prisveksten avtar, og til lavere etterspørsel etter norskproduserte varer og tjenester både fra utlandet og innenlands. Med et inflasjonsmål for pengepolitikken vil Norges Bank senke styringsrenten for å dempe fallet i inflasjonen selv om vi ikke har et bestemt mål for valutakursen. Men, renteendringen vil

typisk være mindre enn en-til-en. I motsetning til under et fastkursregime vil noe av tilpasningen skje gjennom valutakursen.

Også ukonvensjonell pengepolitikk vil kunne ha smitteeffekter til andre land. Når de store sentralbankene kjøper statsobligasjoner vil det legge et press nedover på lange renter. Fallet i lange renter kan gi et appresieringspress på valutaene i andre land, som sentralbankene, av hensyn til den innenlandske økonomien, vil kunne ønske å motvirke med en lavere styringsrente. Ukonvensjonell pengepolitikk kan også ha smittevirkninger som normalt ikke blir motsvart av valutakursendringer. Lavere avkastning på statspapirer ute kan gi søken etter høyere avkastning i andre markeder. Vilje til å godta lavere kompensasjon for risiko vil presse formuespriser opp og risikopåslagene i obligasjonsmarkedene ned, også i land som ikke fører en mer ekspansiv pengepolitikk. Flere studier finner at terminpremier over tid er blitt mer korrelert mellom land og tett korrelert med terminpremiene i USA. [4] Det illustrerer et mer generelt poeng, nemlig at endringer i finansielle forhold, i betydningen hvor enkelt det er å skaffe finansiering, kan smitte gjennom mange kanaler, uavhengig av rammeverket for pengepolitikken.

I sin Global Financial Stability Report i april i fjor reise IMF spørsmål om hvor mye innflytelse land har over innenlandske finansielle forhold i en verden med tett sammenvevde finansmarkeder. [5] I tråd med resultatene til Rey og hennes medforfattere, finner IMF at felles globale faktorer forklarer en betydelig del av variasjonen i innenlandske finansielle forhold i landene de ser på. Betydningen av globale faktorer er særlig stor i fremvoksende økonomier. Den felles globale komponenten beveger seg i takt med de finansielle forholdene i USA og mål på global risiko som for eksempel VIX-indeksen. Men heller ikke IMF mener at en høy grad av samvariasjon på tvers av land er et uttrykk for at landene har mistet kontrollen over innenlandske finansielle forhold. Deres konklusjon er at landene gjennom pengepolitikken har stor innflytelse over de finansielle forholdene i sitt eget land. Interessant nok finner IMF heller ikke at betydningen av globale finansielle sykler har økt over tid.

I Norges Bank tar vi innover oss utviklingen i finansielle forhold i utøvelsen av pengepolitikken. I de pengepolitiske rapportene følger vi utviklingen i risikopåslag, utlåsmarginer og bankenes kredittpraksis. Endringer i disse, som i noen tilfeller kan være drevet av internasjonale forhold, påvirker rentesettingen. Høsten 2016 bidro eksempelvis usikkerhet om virkninger av pengemarkedsreformen i USA til at amerikanske pengemarkedsrenter steg. Det smittet over i påslagene i det norske pengemarkedet. Norges Bank kan dempe virkningen av høyere påslag på norsk økonomi ved å senke styringsrenten. En flytende valutakurs og friheten til å sette vår egen rente gjør at vi i større grad kan dempe utslagene på norsk økonomi av forstyrrelser i internasjonale kapitalmarkeder enn dersom vi hadde hatt et valutakursmål.

La meg oppsummere det jeg har sagt så langt: I en tett sammenvevd global økonomi vil landene rammes av mange av de samme forstyrrelsene, og utviklingen i de store landene vil ha stor betydning for utviklingen i andre land. Jo likere og tettere integrert økonomiene er, jo større vil samvariasjonen mellom rentene være, selv om pengepolitikken rettes inn mot å stabilisere økonomien i hvert enkelt land. En høy korrelasjon mellom renter eller finansielle forhold i ulike land er altså ikke nødvendigvis et tegn på manglende uavhengighet i

pengepolitikken. Med en flytende valutakurs kan vi sette en rente som avviker fra rentene i utlandet og bruke pengepolitikken for å stabilisere økonomien.

Så kan det selvfølgelig ikke utelukkes at store smitteeffekter mellom land kan være uttrykk for en «frykt for å flyte» og et ønske om å dempe svingningene i valutakursen, selv om landene offisielt har en flytende valutakurs. Valutakursen kan også bli en kilde til forstyrrelser, og for noen land kan det være riktig å gi opp noe pengepolitisk uavhengighet i bytte mot en mer stabil valutakurs. I fremvoksende økonomier der det har vært vanlig å ta opp lån i utenlandsk valuta vil svingninger i valutakursen og brå skift i kapitalstrømmer kunne få formueseffekter med potensielt store ringvirkninger til realøkonomien og finanssektoren. I Norge tar husholdninger, banker og bedrifter samlet sett begrenset valutarisiko. Erfaringen her i landet er at valutakursen i perioden med inflasjonsstyring har virket som en støtdemper når vi har blitt utsatt for store forstyrrelser. Selv om rentenivået i Norge i stor grad er påvirket av rentene ute, betyr ikke det at vi like gjerne kunne ha hatt en fast kurs. En flytende valutakurs har vært særlig viktig for å dempe utslagene av store svingninger i oljeprisen.

At vi har en flytende valutakurs og frihet til å sette en rente som avviker fra rentene i utlandet, betyr imidlertid ikke at pengepolitikken kan løse alle stabiliseringsutfordringer. Med flere mål og kun ett virkemiddel, må sentralbanken ofte veie ulike hensyn mot hverandre. I hvilken grad det oppstår en målkonflikt avhenger av forstyrrelsene økonomien blir utsatt for og hvordan renteendringer virker på økonomien. Det gjelder både i lukkede og åpne økonomier. I en liten åpen økonomi må pengepolitikken i større grad ta hensyn til internasjonale forhold, og valutakurskanalen blir viktigere.

En lærdom er at i en liten åpen økonomi vil svært mange av forstyrrelsene være av en slik natur at sentralbanken må avveie hensynet til å bringe inflasjonen raskt tilbake til målet mot hensynet til å unngå store svingninger i realøkonomien. Et innenlandsk kostnadssjokk, for eksempel en uventet høy lønnsvekst, er et klassisk eksempel på et sjokk som gir en slik avveining. Men i en åpen økonomi vil også andre sjokk, slik som uventede endringer i innenlandsk etterspørsel eller utenlandske renter, kunne gi en avveining mellom stabilitet i inflasjon og stabilitet i realøkonomien. [\[6\]](#) Det kan forklares innenfor rammen av en enkel modell: En økning i renten ute fører til en svakere valutakurs, med mindre renten hjemme øker like mye. Hvis renten hjemme settes opp like mye som renten ute, noe som ville vært tilfellet med et valutakursmål, ville produksjon og sysselsetting, og dermed også prisveksten, falle. Dersom realøkonomien skal skjermes helt, må renten økes, men ikke like mye som renten ute, slik at effekten av litt høyere rente og litt svakere kurs utligner hverandre. Men da vil inflasjonen bli høyere enn målet, siden aktivitetsnivået er uendret mens kursen er svakere. Sentralbanken må derfor foreta en avveining mellom hensynet til stabil inflasjon og hensynet til stabilitet i realøkonomien.

Fordi alle typer forstyrrelser gir avveininger mellom de ulike hensynene i pengepolitikken i en åpen økonomi, er det vesentlig at inflasjonsstyringen praktiseres fleksibelt. Med streng inflasjonsstyring vil pengepolitikken lett kunne bli medsyklisk. I tillegg kan kortsiktige stabiliseringshensyn komme i konflikt med mer langsiktige hensyn. For eksempel er syklene i formuespriser og kreditt typisk mer langvarige enn konjunktursyklene. En streng

inflasjonsstyring vil kunne forsterke en oppbygging av finansielle ubalanser som kan true stabiliteten i økonomien lenger frem i tid.

Et relevant spørsmål i denne sammenhengen er om den økende finansielle globaliseringen har gjort avveiningen mellom de ulike hensynene i pengepolitikken mer krevende. Svaret er ikke opplagt, og et fullstendig svar ville krevd en mer omfattende analyse, men jeg vil driste meg til å svare «ja, kanskje».

IMFs sjeføkonom Maurice Obstfeld har påpekt at dersom langsiktige renter i stor grad bestemmes av globale forhold knyttet til internasjonale investorers risikovilje og risikooppfatning, kan endringer i sentralbankens styringsrenter virke mindre effektivt på økonomien. Obstfeld peker også på at finansiell globalisering kan gjøre nasjonale regulerings- og makrotilsynstiltak mindre effektive. I så fall kan pengepolitikken måtte ta et større ansvar for finansiell stabilitet. Det kan imidlertid gjøre det vanskeligere å nå de andre målene i pengepolitikken. Vektlegging av finansiell stabilitet vil typisk innebære større variasjon i inflasjon og realøkonomien på kort- og mellomlang sikt.

Det kan heller ikke utelukkes at i en verden med svært lave renter og utbredt søken etter avkastning, vil selv små forskjeller i rentenivået mellom land føre til store kapitalbevegelser. I land med flytende valutakurs vil det først og fremst slå ut i valutakursen. En studie fra den internasjonale oppgjørsbanken BIS finner at valutakursen over tid er blitt mer følsom for endringer i pengepolitikken.^[7] Sammenhengene i valutamarkedet er sjelden stabile, og resultatene må tolkes med varsomhet. Det er likevel interessant å stille spørsmålet: Hvis valutakursen reagerer sterkere på endringer i pengepolitikken, hva betyr det for sentralbankens muligheter til å stabilisere økonomien?

For å forsøke å gi et svar på det spørsmålet har vi brukt Norges Banks makromodell NEMO til å beregne såkalte Taylor-kurver der vi måler variasjonen i inflasjonen langs den ene akse og variasjonen i produksjonsgapet langs den andre akse. Jo lenger ut i diagrammet Taylor-kurven ligger, jo større konflikt blir det på kort sikt mellom hensynet til stabil inflasjon og hensynet til stabil produksjon og sysselsetting. Kurvene vil avhenge av hvilke forstyrrelser økonomien utsettes for. Her har vi antatt at det skjer en uventet endring i styringsrenten hos våre handelspartnere. Kurvene i figuren er basert på to ulike antakelser om virkningen av renteendringer på valutakursen. I denne modelløvelsen blir avveiningene i pengepolitikken mer krevende dersom valutakursen blir mer følsom for renteendringer. Det er fremdeles mulig å stabilisere enten inflasjonen eller produksjonsgapet perfekt, i hvert fall i modellen, men konflikten mellom målene på kort sikt blir større.

Også ved uventede endringer i innenlandsk etterspørsel vil en sterkere kursrespons gi økt målkonflikt på kort sikt. I denne figuren har vi illustrert bytteforholdet ved en uventet endring i boligprisene. Endringer i boligprisene påvirker etterspørselen og kan i tillegg påvirke risikoen for finansiell ustabilitet. Når valutakursen reagerer sterkere på renteendringer, blir det mer «kostbart» å bruke renten til å motvirke endringen i boligprisene, slik at konflikten mellom stabilitet i inflasjon og stabilitet i realøkonomien på kort sikt blir større.

Disse modelløvelsene indikerer isolert sett at dersom valutakursen reagerer sterkere på endringer i rentedifferansen, kan det bli mer krevende for pengepolitikken å stabilisere

økonomien. Men, det er viktig å understreke at denne konklusjonen avhenger av hvilke forstyrrelser økonomien blir utsatt for.

I modellen vil det for eksempel være slik at dersom det inntreffer et innenlandsk kostnadssjokk, så vil den økte valutakursresponsen innebære at sentralbanken kan stabilisere inflasjonen med små endringer i styringsrenten og med mindre utslag i realøkonomien. Det gir en mindre målkonflikt. I tillegg vil pengepolitikken bli mer effektiv i å motvirke forstyrrelser til valutakursen, som for eksempel skift i risikopremien på kronen. Det er illustrert i denne figuren, der en sterkere kursrespons gjør at Taylor-kurven skifter innover. Når valutakursen reagerer sterkere på renteendringer, vil en endring i risikopremien kreve en mindre renteendring, slik at utslaget på innenlandsk etterspørsel blir mindre. Det er derfor ikke nødvendigvis slik at en sterkere valutakursrespons *generelt* gjør det vanskeligere å stabilisere økonomien.

La meg avslutte. Mundells trilemma er fortsatt gyldig. En flytende valutakurs gjør det mulig for pengepolitikken i Norge å forfølge innenlandske mål. Handlefriheten i pengepolitikken er særlig viktig når økonomien blir rammet av store forstyrrelser. Men, det er naturlig at vi blir påvirket av det som skjer ute. Globaliseringen har økt betydningen av internasjonale forhold for norsk økonomi, og tettere integrerte kapitalmarkeder kan gi større konflikt mellom de ulike målene i pengepolitikken. En fleksibel inflasjonsstyring er et godt rammeverk for å gjøre avveier mellom ulike hensyn. Ofte, men ikke alltid, vil en rimelig avveier innebære at vi ikke avviker så mye fra rentene ute. Pengepolitikken har begrensede muligheter til å demme opp for finansielle ubalanser uten at det går på bekostning av andre mål i stabiliseringspolitikken. Men å begrense kapitalmobiliteten er ikke veien å gå. De globale kapitalmarkedene gir mulighet for risikodeling mellom land og gjør det mulig å frikoble innenlandsk sparing og investering, noe vi i Norge dro fordel av da vi bygde opp oljesektoren på 1970-tallet og når vi nå sprer oljeinntektene over flere generasjoner. I stedet må vi sørge for at norsk økonomi er mest mulig robust overfor forstyrrelser. Det blir enda viktigere å ha handlingsrom i finanspolitikken og en robust finanssektor. Så kan pengepolitikken gjøre jobben sin.

Takk for oppmerksomheten.

Fotnoter:

1. Rey, H. (2013), "Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary independence", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium (2013).
2. Se Bergholt, D., V. H. Larsen og M. Seneca (2017), «Business cycles in an oil economy». *Journal of International Money and Finance*, kommende.
3. Holston, K., T. Laubach og J. C. Williams (2017), "Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants". *Journal of International Economics*, vol. 108, issue S1, s.59-75.
4. Se f. eks. Dahlquist, M. og H. Hasseltoft (2012), «International Bond Risk Premia». *Journal of International Economics* 90 (1), s. 17-32.
5. Se kap. 3 i *Global Financial Stability Report*, april 2017.

6. Se Røisland, Ø. og T. Sveen (2005), «Pengepolitikk under et inflasjonsmål». *Norsk Økonomisk Tidsskrift* 119 (2005), s. 16-38.
7. Se Ferrari, M., J. Kearns og A. Schrimpf (2017), «Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates». BIS Working Papers No 626, April 2017.