

Finansielle ubalanser - hvordan kan de motvirkes?

Foredrag av sentralbanksjef Øystein Olsen i regi av Senter for monetær økonomi (CME) / Handelshøyskolen BI.

Det tas forbehold om endringer under fremføringen.

La meg først takke Senter for monetær økonomi (CME) for at dere tar initiativ til dette årlige arrangementet. For Norges Bank er dette en interessant arena. Senteret er en viktig møteplass for forskere og økonomer innenfor bank og finans og gir en god ramme for å diskutere norsk og internasjonal økonomi og ikke minst pengepolitikken. Som vanlig ser jeg frem til kommentarene deres i etterkant av presentasjonen.

Figur: Inflasjon og BNP blant våre handelspartnere

Fortsatt preger etterdønningene og ubalanser som bygde seg opp i forkant av finanskrisen, internasjonal økonomi. I mange industriland er inflasjonen nær null og den økonomiske aktiviteten fortsatt under nivået fra før krisen. For å få økonomiene på fote igjen, har toneangivende sentralbanker kommet til grensene for pengepolitikken. Rentene har ligget lavt – nær null – i nesten 6 år. I tillegg har sentralbankene tatt i bruk kvantitative lettelsers for å få de lange rentene til å bli værende på et lavt nivå.

Medisinen har vært nødvendig. Veksten i mange industriland tar seg nå gradvis opp. Særlig i USA og Storbritannia er økonomien på bedringens vei. Men bildet er blandet. I noen land – spesielt i Europa – er oppgangen skjør. Veien tilbake kan synes lang.

Flere år med lave renter har gjort det krevende for investorer å finne avkastning på plasseringene. Etterspørselen etter risikable aktiva øker, og risikopåslagene er tilbake på de lave nivåene fra årene rett før finanskrisen. Lave renter, reduserte risikopremier og økte formuespriser bidrar til å lette tilgangen på kapital for bedrifter og banker. Også husholdningene nyter godt av det lave rentenivået. Men kombinasjonen av mye og billig likviditet kan også inneholde kimen til nye bobler i formuespriser. Det kan gi utfordringer når lånekostnadene etter hvert normaliseres.

Med dette som bakteppe, diskuteres for tiden samspillet mellom pengepolitikk og finansiell stabilitet i sentralbanker, blant forskere og i ulike internasjonale organisasjoner. Utgangspunktet er lærdommer fra finanskrisen. Vi har erfart hvor kostbar en finanskriser kan være. Lav og stabil inflasjon var ikke tilstrekkelig til å hindre ubalanser i det finansielle systemet. Det er nå en ganske bred enighet om at pengepolitikken må se hen til faren for at finansielle ubalanser kan bygges opp. Finanskrisen viste tydelig at finanssystemet ikke kan overlates til seg selv. Derfor er reguleringen av finansinstitusjoner endret. Nye reguleringer innføres i stadig flere land, og nye virkemidler tas i bruk. Det etableres nye institusjoner for å sikre koordinering på tvers av land, markeder og virkemidler.

Reguleringen av bankene har fått et klarere makroperspektiv. Det bygger på en erkjennelse av at det finansielle systemet som helhet kan være sårbart, selv om hver enkelt institusjon synes solid. Systemrisiko innebærer en risiko for at hele finanssystemet kan rammes av ustabilitet eller i verste fall bryte sammen, med store negative konsekvenser for realøkonomien. Formålet med de nye reguleringene er å demme opp for denne systemrisikoen.

Etter hvert som det nye reguleringsregimet er kommet på plass, har diskusjonen fått en ny dimensjon. Et spørsmål som enkelte stiller, er om de nye virkemidlene fritar pengepolitikken fra å ta hensyn til finansiell stabilitet. Erfaringen med det nye reguleringsregimet er fortsatt begrenset, og vi har lite kunnskap om hvor effektive de nye virkemidlene vil være. Samtidig står flere sentralbanker overfor en krevende utfordring når den praktiske politikken skal utformes: Hvordan få økonomien tilbake på sporet uten å legge grunnlaget for nye ubalanser?

Presentasjonen i dag vil kretse rundt finansielle ubalanser og systemrisiko. Jeg ønsker å gi dere innblikk i noen spørsmål og analyser i skjæringspunktet mellom pengepolitikk og finansiell stabilitet som vi jobber med i Norges Bank.

Makroregulering og finansielle ubalanser

Makroregulering av banker må bygge på en forståelse av hvordan systemrisiko oppstår. Denne forståelsen er brakt et skritt videre siden finanskrisen. En akademisk litteratur om grunnlaget for makroregulering vokser frem. Et hovedtema er hvordan systemrisiko kan oppstå i samspillet mellom finanssektoren og realøkonomien. Forskingen er i en tidlig fase, og så langt er det ikke ett bestemt rammeverk som peker seg ut. Noen konklusjoner synes likevel å være robuste på tvers av de ulike tilnærmingene. Særlig peker mange av arbeidene på rask kredittvekst som et symptom på tiltakende systemrisiko.

Den teoretiske litteraturen tar utgangspunkt i at kreditt er et gode. Gjeldsoptak gjør det mulig for husholdninger å glatte konsumet over livsløpet og for foretak å finansiere investeringer. Det gir grunnlag for økt velferd.

Men litteraturen viser også at gjeld kan føre til sårbarhet. Ulike former for markedssvikt kan føre til at risiko prises for lavt. Feilprisingen kan bidra til at det blir for mye gjeld og finansielle ubalanser bygges opp. Reguleringer som motvirker svingninger i kreditten kan føre til at tilbakeslagene i økonomien blir færre og mindre alvorlige.

Figur: Rask kredittvekst gir dypere tilbakeslag

Sammenhengen mellom gjeld og systemrisiko finner støtte også i mange empiriske studier. Denne figuren viser resultatene fra en studie som er gjennomført av Jordà, Schularick og Taylor.^[1] De har studert nedgangsperioder i 14 industriland, deriblant Norge. Studien dekker perioden fra 1870 til 2008. I figuren illustreres to viktige resultater. For det første er de finansielle krisene både dypere og mer langvarige enn andre økonomiske tilbakeslag. Vi ser at fallet i BNP er større, og det tar lengre tid før verdiskapingen er tilbake på førkrisenivå, enn i en normal nedgangsperiode. For det andre blir tilbakeslaget kraftigere, jo raskere veksten i kreditten har vært i forkant.

Også i Norges Bank har vi undersøkt om kredittveksten, sammen med andre variabler, har vist et systematisk forløp forut for finansielle kriser. Kraftig vekst i kreditten har ofte falt sammen med rask vekst i eiendomsprisene og økt grad av markedsfinansiering av bankenes utlån. Disse størrelsene inngår i settet av nøkkelindikatorer som Norges Bank tar utgangspunkt i når vi gir råd til Finansdepartementet om størrelsen på den motsykliske kapitalbufferen i bankene.

Analysen tar utgangspunkt i data for 16 OECD-land og dekker perioden 1970 til 2013.^[2] Tidfestingen av de finansielle krisene er usikker. Vi har basert oss på internasjonale studier for datering av bankkriser. Datasettet dekker i alt 27 kriser, hvorav 11 er knyttet til finanskrisen i 2008.

Figur: Forløp rundt finansielle kriser

La oss først se på hvordan indikatorene utvikler seg de siste fire årene før en finansiell krise og de fire første årene etter krisen. I figurene sammenligner vi forløpet for de fire indikatorene i disse periodene med forløpet i normale perioder. Vi ser at alle indikatorene vokste markert forut for de finansielle krisene i de 16 landene.

Vi har brukt datamaterialet til å utvikle en empirisk modell som anslår sannsynligheten for en krise. Nøkkelindikatorerne inngår som forklaringsvariabler i modellen. Modellen – en såkalt logit-modell – skal predikere et binært utfall. Den binære variabelen tar verdien én når økonomien er i en førkriseperiode og verdien null ellers. Prediksjonen fra modellen kan dermed tolkes som en sannsynlighet for at økonomien er i en førkriseperiode. Vi har fastsatt denne perioden til ett til tre år før krisen.

Vi har testet ut et stort antall spesifikasjoner av modellen med ulike kombinasjoner av forklaringsvariablene. Indikatorene inngår på vekstform eller som avvik fra beregnede langsiktige trender. De empiriske resultatene gir samlet sett støtte til vårt valg av nøkkelindikatorer for finansielle ubalanser. Både kreditt i husholdninger og foretak, boligpriser og markedsfinansieringsandelen inngår signifikant i modellene og bidrar til at den estimerte kritesannsynligheten øker. I tillegg tyder resultatene på at en lav egenkapitalandel i bankene kan være et varsel om fremtidig ustabilitet.

Figur: Modeller for varsling av finansielle kriser

Figuren viser estimerte kritesannsynligheter for Norge basert på ulike kombinasjoner av forklaringsvariabler og metoder for å beregne trender. Et tydelig mønster er at kritesannsynligheten økte markert i årene forut for bankkrisen i 1988-1993 og før finanskrisen i 2008-2009. Begge disse periodene var kjennetegnet av rask vekst i kreditt og eiendomspriser, samt en markert økning i bankenes markedsfinansieringsandel. Figuren viser at den estimerte kritesannsynligheten har kommet ned siden finanskrisen. Spredningen mellom anslagene fra de ulike modellvariantene er imidlertid stor.

Sammenhengen mellom indikatorene og sannsynligheten for en krise i modellen er ikke lineær. Virkningen av en økning i kreditt- eller boligprisveksten er større jo større de finansielle ubalansene er i utgangspunktet. Vi har ofte sett at ubalansene bygges ned i forbindelse med kriser. Etter bankkrisen på 1990-tallet falt norske husholdningers gjeld

markert som andel av verdiskapingen. Det samme har vært tilfelle i land som Spania, Storbritannia og USA etter finanskrisen i 2008. I Norge har husholdningenes gjeld fortsatt å stige raskere enn inntektene. Det kan tyde på at vi fremdeles bærer med oss sårbarhet som ble bygget opp før finanskrisen.

Når vi vurderer systemrisikoen, må vi se på både på sannsynligheten for og konsekvensene av en krise. Dersom kostnaden ved en krise er stor nok, kan systemrisikoen være betydelig, selv om sannsynligheten for en krise virker liten. Den teoretiske litteraturen understreker at økonomien kan være sårbar for en kraftig nedbelåning når gjelden er på et høyt nivå. Tidligere nedgangskonjunkturer bekrefter dette. Kostnadene ved en eventuell krise kan da bli store.

De empiriske modellene kan være til støtte når vi vurderer finansielle ubalanser og hvorvidt en krise er i anmarsj. Vi skal samtidig være ydmyke og innse at vår evne til å gi et presist anslag på systemrisikoen er begrenset. Ingen kriser er like, og det finansielle systemet er i stadig endring. Kildene til systemrisiko er mange og nye kan dukke opp – ikke minst når nye regler innføres. Vi må være forberedt på at utsagnskraften til indikatorene våre kan endres. Norges Bank vil derfor alltid måtte anvende faglig skjønn i sin vurdering av systemrisikoen.

Siktemålet med makroreguleringen er å styrke motstandskraften i det finansielle systemet og dempe oppbyggingen av finansielle ubalanser. Formålet med den motsykliske kapitalbufferen er først og fremst å gjøre bankene mer robuste mot utlånstap ved et fremtidig tilbakeslag. Virker bufferen etter hensikten, vil bankene stramme mindre inn på utlånene i en nedgangskonjunktur enn de ellers ville gjort. I tillegg kan bufferkravet i noen grad bidra til å dempe høy kredittvekst i oppgangstider.

Bufferkravet skal økes når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Slik øker vi motstandskraften når vi trenger det mest. Den motsykliske kapitalbufferen kan dermed påvirke både sannsynligheten for og kostnadene ved en eventuell krise. På denne måten kan bufferen også bidra til å dempe svingningene i økonomien.

Vi er nå inne i en fase hvor bankene møter en rekke nye krav til egenkapitalen. Bankene kan velge å tilpasse seg de økte kapitalkravene blant annet ved å øke utlånsmarginene eller stramme inn på kredittgivingen. På kort sikt kan økte kapitalkrav dermed bidra til å dempe aktiviteten i økonomien. I opptrappingsfasen må bufferkravet derfor tilpasses konjunktursituasjonen og de øvrige kravene til bankene.

Det betyr ikke at den motsykliske kapitalbufferen bør endres hyppig i takt med normale konjunktursvingninger. Når bufferen først er bygget opp, er det trolig små kostnader forbundet med å opprettholde kapitalnivået. Bufferkravet bør ikke uten videre trappes ned, selv om det er tegn til at de finansielle ubalansene skulle avta. Det er i tråd med de internasjonale retningslinjene for den motsykliske bufferen.

Den motsykliske kapitalbufferen er bare ett av elementene i det nye internasjonale regelverket for bankene. Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) åpner blant annet for sektorspesifikke kapitalkrav og grenser for størrelsen på lån i forhold til låntakers inntekt eller verdi på lånesikkerheten.^[3] I New Zealand har myndighetene innført grenser for hvor stor andel av en banks boliglånportefølje som kan ha høy belåning i forhold til verdien på

lånesikkerheten.^[4] Kravene vil bli lempet på når ubalansene i boligmarkedet vurderes å ha blitt mindre. Lignende virkemidler er tatt i bruk i Storbritannia.

Det er ulike syn, både blant forskere og i internasjonale fora, på hvor aktivt virkemidlene skal brukes. Det stilles særlig spørsmål ved hvor hensiktsmessig det er å endre dem ofte. Som jeg allerede har nevnt, har høy og raskt voksende kreditt historisk vært forbundet med hyppigere og dypere finansielle kriser. Det skulle tilsi at gevinstene av tiltak som kan dempe svingningene i kreditten, er store. På den andre siden er det flere som peker på at erfaringen med bruk av disse virkemidlene er begrenset, og at det fortsatt er et åpent spørsmål hvor effektive de er. Går man for langt i retning av å finstyre kreditten, vil det i tillegg kunne dempe viktige markeds mekanismer som bidrar til å kanalisere kreditten dit den kaster mest av seg. Et høyt ambisjonsnivå i virkemiddelbruken stiller også store krav til graden av koordinering.

I Norge har vi de siste årene først og fremst iverksatt strukturelle tiltak for å rette opp skjevheter i reguleringen av bankene. De permanente kravene til bankenes kapitaldekning er trappet opp. På forsommeren i år pekte Finansdepartementet ut tre systemviktige banker som får særskilte krav til kapitaldekning. I tillegg har Finanstilsynet stilt strengere krav til bankenes egne risikomodeller. Det vil bidra til at bankene må stille mer egenkapital bak boliglånene enn før. I 2015 vil trolig også krav til bankenes likviditetsreserver komme på plass. Dette er viktige, strukturelle tiltak som alle vil bidra til å øke motstandskraften i banksystemet.

Etter Norges Banks vurdering verken kan eller bør vi ha som ambisjon å finstyre kredittutviklingen i takt med normale konjunktursvingninger. Men dersom systemrisikoen i norsk økonomi øker, kan det bli behov for nye tiltak også her. Fra Norges Banks side vil det da være nærliggende å vurdere kravet til den motsykliske bufferen. Kravet til bufferen kan økes – også over 2,5 prosent om nødvendig.

Pengepolitikk og finansielle ubalanser

Regulering og overvåking av finansinstitusjoner er førstelinjeforsvaret mot forstyrrelser i det finansielle systemet. Makroreguleringen er en del av dette forsvarsverket. Pengepolitikken oppgave er å styre inflasjonen og jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.

Selv om målene og virkemidlene er ulike, kan ikke pengepolitikken og makroreguleringen ses uavhengig av hverandre.

Som jeg allerede har nevnt, kan bankene møte en økning i den motsykliske kapitalbufferen med økte utlånsmarginer. Det kan dempe aktiviteten i økonomien, og i neste runde inflasjonen. Isolert sett vil økte kapitalkrav derfor kunne trekke i retning av en lavere styringsrente. Nye og endrede reguleringer kan også påvirke effekten av renten. Renten virker gjennom ulike kanaler. En av dem går via boligmarkedet. En lavere styringsrente vil gjennom lavere utlånsrenter kunne gi en økning i boligprisene. Det vil i sin tur kunne påvirke konsumet positivt. Begrenses muligheten for å låne på boligformuen, virker denne kanalen svakere.

Pengepolitikken, på sin side, kan være en av flere faktorer som leder til oppbygging av finansielle ubalanser. Historien har vist oss at lange perioder med lave renter kan øke risikoen for at gjeld og formuespriser stiger til nivåer som ikke er opprettholdbare. Lave renter lenge kan sementere lave renteforventninger hos banker og låntakere. Det kan gi sterk vekst i boligprisene. Med lave renter og stigende boligpriser kan bankene bli mer lempelige i sine kredittvurderinger. Vi har også sett hvordan lave renter kan føre til at aktørene i finansmarkedene søker etter meravkastning fra alternative, og ofte risikofylte, plasseringer.

Makroreguleringen og pengepolitikken vil ofte trekke i samme retning. Er økonomien i en høykonjunktur, med utsikter til høy inflasjon og fare for at finansielle ubalanser bygger seg opp, vil strammere pengepolitikk og kapitalkrav kunne støtte opp under begge målene samtidig. Tilsvarende, i en kraftig lavkonjunktur med økte tap i bankene kan det være aktuelt å redusere både styringsrenten og kapitalkravene. Men i enkelte situasjoner kan det være riktig å sette ned renten samtidig som kapitalkravene strammes til. Er det utsikter til at inflasjonen blir for lav samtidig som gjeld og boligpriser øker, er rentens viktigste oppgave å sikre at inflasjonen igjen bringes opp mot målet.

Flere virkemidler i den økonomiske politikken gjør det lettere å oppnå flere mål samtidig. Strengere bankregulering bidrar til å redusere systemrisiko. Vi kan likevel ikke legge til grunn at strengere regulering vil være tilstrekkelig til å unngå fremtidige kriser. Uvissheten om hvilke forstyrrelser som kan ramme økonomien i fremtiden, er også stor. Uro kan oppstå brått og fra uventet hold. Det taler for å gardere seg mot særlig uheldige utfall.[\[5\]](#)

Norges Bank har de siste årene valgt å holde en rente som gjennomgående har vært litt høyere enn det som har vært nødvendig av hensyn til inflasjon og produksjon på mellomlang sikt. Hensynet til finansiell stabilitet har spilt inn, uten at det innebærer at formuespriser eller gjeld har selvstendige roller som målvariable. Formålet har vært å oppnå en bedre utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid. La meg utdype dette nærmere.

Med vårt valg av rentenivå, må vi på kort sikt regne med et noe større avvik fra inflasjonsmålet og en noe svakere økonomisk utvikling enn vi ellers ville fått. Denne kostnaden kan betraktes som en forsikringspremie mot fremtidige, uheldige utfall. Gevinsten vi kan oppnå, er at nedgangen blir mindre dyp dersom økonomien utsettes for negative forstyrrelser. I tillegg kan vi redusere sannsynligheten for at ubalanser utløser en krise. Det forventede forløpet for inflasjon og produksjon blir mer stabilt.

Størrelsen på gevinsten er usikker. Utviklingen i gjeld og boligpriser avhenger av flere forhold enn renten. Hvor stor effekt renten har på oppbyggingen av ubalanser vil derfor kunne endres fra en situasjon til en annen. Selv i ettertid vil det være vanskelig å vurdere gevinsten. I tillegg vil størrelsen på forsikringspremien variere. Når inflasjonsutsiktene er langt unna målet, vil et ytterligere avvik veie tyngre enn om inflasjonen beveger seg nær målet.

Det er en ganske bred enighet mellom sentralbanker om at pengepolitikken i enkelte situasjoner må se hen til faren for at finansielle ubalanser kan bygges opp. Samtidig har Norges Bank vært en av få sentralbanker hvor dette hensynet har fått klar innvirkning på rentesettingen de siste årene. Det skyldes nok i større grad at økonomiene har utviklet seg ulikt, enn forskjeller i avveinger og handlingsmønster.

For mange av våre handelspartnere har fokuset vært å innrette pengepolitikken slik at den bidrar til å motvirke et dypere og mer langvarig tilbakeslag og å unngå fallende inflasjonsforventninger. I euroområdet og USA har de lave rentene trolig bidratt til å bedre bankenes, husholdningenes og bedriftenes balanser. Hensynet til finansiell stabilitet har dermed trukket i samme retning som hensynet til inflasjon og sysselsetting. Men dette kan endre seg i tråd med de økonomiske utsiktene. USAs sentralbanksjef, Janet L. Yellen, sier det slik:

«There may be times when an adjustment in monetary policy may be appropriate to ameliorate emerging risk to financial stability.» [\[6\]](#)

Sitatet er samtidig ganske dekkende for de vurderingene vi har gjort i Norge de seneste årene. For å illustrere dette kan vi sette opp et enkelt, analytisk rammeverk.

Figur: Rammeverk

Utgangspunktet er en sentralbank med et fleksibelt inflasjonsmål. Sentralbanken veier avvik fra inflasjonsmålet mot avvik fra potensiell produksjon. Hele forløpet for inflasjon og produksjon fremover er med i vurderingen.

Vi har inkludert en variabel som fanger opp konsekvensene av finansiell uro på resten av økonomien. Det skiller dette rammeverket fra den vanlige fremstillingen i den pengepolitiske litteraturen. I den stiliserte modellen har vi kalt denne stressimpulsen zt.

Hvor sterkt realøkonomien påvirkes, avhenger for det første av graden av finansiell uro. For enkelhets skyld skal vi anta at det bare er to mulige tilstander i finansmarkedene; enten befinner vi oss i normale og rolige tider, eller så står vi overfor en situasjon med finansiell uro.

Konsekvensene av uroen vil avhenge av nivået på de finansielle ubalansene. Som jeg tidligere har vært inne på, viser erfaringene at et tilbakeslag jevnt over blir større jo mer de finansielle ubalansene er bygd opp i forkant. Vi kan også se for oss at ubalansene øker sannsynligheten for at vi havner i en situasjon med uro.

Innenfor dette rammeverket kan pengepolitikken påvirke risikoen i det finansielle systemet. Økt risiko for ustabilitet gir lavere forventet, fremtidig aktivitet i økonomien. Når sentralbanken vurderer det fremtidige forløpet for inflasjonen og produksjonen, har den derfor et insentiv til å dempe oppbyggingen av finansielle ubalanser.

La meg ved hjelp av dette rammeverket illustrere hvordan en sentralbank kan bidra til en jevnere utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid når den tar innover seg at finansielle ubalanser kan bygges opp.

Figur: Finansiell uro oppstår ikke

La oss ta utgangspunkt i en situasjon som ikke er ulik den vi har hatt de siste årene: Utenlandske renter faller og det er utsikter til at de forblir lave i en lengre periode. Nedgangen i rentene ute øker forskjellen mellom norske og utenlandske renter, slik at

kronekursen styrker seg. Det kan etter hvert føre til lavere inflasjon og aktivitet. Derfor ønsker sentralbanken å sette renten ned.

For å ha noe å sammenligne med, la oss først anta at verken sentralbanken eller de øvrige aktørene i økonomien tar innover seg at uro kan oppstå. De blå linjene i figuren viser hvordan forløpet for rente, produksjonsgap, inflasjon og finansielle ubalanser da blir. Kapasitetsutnyttningen tar seg opp og prisveksten kommer tilbake på målet. Samtidig fører den lave renten til at de finansielle ubalansene i økonomien øker.

Bruker vi i stedet rammeverket jeg nettopp har beskrevet, vil sentralbanken ta hensyn til de mulige konsekvensene finansielle ubalanser kan ha på inflasjon og produksjon og derfor sette renten noe mindre ned. Det tar nå lengre tid før inflasjonen tar seg opp mot målet. Politikken gir i tillegg noe svakere oppgang i aktiviteten. Samtidig bidrar den litt høyere renten til å dempe oppbyggingen av finansielle ubalanser. I dette eksempelet gir ikke den høyere renten noen gevinst ettersom vi så langt har antatt at det ikke oppstår finansiell uro.

La oss nå se hva som skjer dersom finansiell uro oppstår etter at det har gått noe tid. Utgangspunktet er ellers det samme.

Figur: Finansiell uro oppstår

De lilla linjene i figuren viser igjen en situasjon der sentralbanken har vært oppmerksom på faren for oppbyggingen av finansielle ubalanser. Når den finansielle uroen så oppstår, blir tilbakeslaget mindre og mer kortvarig enn om sentralbanken i utgangspunktet ikke hadde sett hen til denne faren. Gevinsten av å holde renten noe høyere på kort sikt er her en mer stabil utvikling i inflasjon og produksjon over tid.

Samspeillet mellom det finansielle systemet og øvrige deler av økonomien er komplekst. Det gjør det krevende å angi når og på hvilken måte kriser vil oppstå. Det er også stor usikkerhet knyttet til konsekvensene for resten av økonomien. Vi kan ikke regne med at vår forståelse av disse mekanismene noen gang blir helt presis. Men vi kan heller ikke neglisjere virkninger som pengepolitikken kan ha for oppbygging av finansielle ubalanser.

Modellverktøyet i Norges Bank er i stadig utvikling. Ny innsikt i hvordan økonomien virker og økt forståelse av hvordan vi kan gardere oss mot risikoen for finansiell uro, vil påvirke utformingen av analyseapparatet. Målet er hele tiden å gjøre modellene mest mulig relevante som støtteverktøy for de pengepolitiske beslutningene. En formalisering av rammeverket i retning av det jeg nå har vært gjennom, kan gjøre det lettere å holde orden på resonnementene og bidra til å klargjøre valgene vi står overfor.

Men den endelige vurderingen vil alltid være et resultat av Norges Banks faglige skjønn og fange opp kunnskap og hensyn som ikke er tilstrekkelig ivaretatt i modellene våre. Slik sett er modellene bare et verktøy.

La meg avslutte.

I Norge har inflasjonen de siste årene i gjennomsnitt vært noe under, men nær 2,5 prosent. Aktiviteten har vært nær et normalt nivå og arbeidsledigheten har holdt seg lav. Samtidig har

boligprisene steget kraftig siden 1990-tallet, og husholdningenes gjeldsbelastning er historisk høy. Derfor har det for oss vært riktig å holde renten litt oppe for å dempe oppbyggingen av finansielle ubalanser.

I avveiningen mellom ulike hensyn må pengepolitikken holde fast ved sitt hovedmål – lav og stabil inflasjon. Dersom vi ser at finansielle ubalanser bygger seg videre opp, er det nærliggende å vurdere kravet til motsyklisk kapitalbuffer i bankene. Regulering og overvåking av bankene må være førstelinjeforsvaret mot forstyrrelser i det finansielle systemet. Samtidig kan vi ikke basere oss på at nye reguleringer vil fjerne risikoen for finansiell uro. En robust pengepolitikk bør derfor se hen til risikoen for finansiell ustabilitet. På den måten vil pengepolitikken over tid også bidra til en stabil økonomisk utvikling i tråd med vårt mandat.

Fotnoter

[1] Jordá, Oscar, Moritz Schularick and Alan M. Taylor (2013): "When Credit Bites Back", Journal of Money, Credit and Banking, 2013, 45 (2), 3-28

[2] Analysen vil bli dokumentert i et kommende Norges Bank Staff Memo av Anundsen m.fl. (2014)

[3] ESRB (2014): "The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector" (publisert 3. mars 2014),

[4] http://www.rbnz.govt.nz/financial_stability/loan-to-value_ratio

[5] Se for eksempel Adrian, T. og N. Liang (2014): «Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability», Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 690, for en nærmere diskusjon

[6] Janet L. Yellen (2014): «[Monetary Policy and Financial Stability](#)», (tale holdt 2. juli 2014)