

Noen betraktninger rundt avveiningene i pengepolitikken og den nøytrale renten

Lars Mouland

24 mars 2022



Mål og virkemidler i pengepolitikken

Stortinget og regjeringen har satt målene for pengepolitikken gjennom lov og bestemmelse. Norges Banks rolle er å bidra til at målene blir nådd. Det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken er styringsrenten.

Mål

Ifølge sentralbankloven og bestemmelse om pengepolitikken skal pengepolitikken opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon.

Det operative målet Norges Bank sikter mot i rentesettingen, er en inflasjon som over tid er nær 2 prosent. Fordi det primære målet i pengepolitikken er lav og stabil inflasjon, sies det at pengepolitikken i Norge har et inflasjonsmål.

Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Avveininger

Når Norges Bank skal fastsette styringsrenten må hensynet til de ulike målene i pengepolitikken veies mot hverandre:

Optimal pengepolitikk

$$\min_i \mathcal{L} := \min_i \frac{1}{2} [(\pi - \pi^*)^2 - \lambda(y - y^*)^2]$$

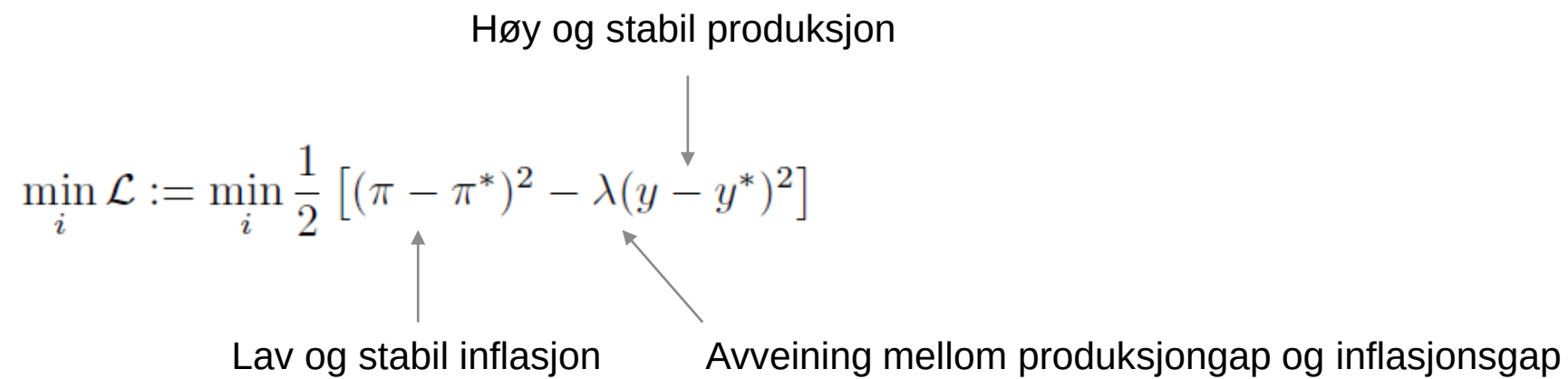
Optimal pengepolitikk

$$\min_i \mathcal{L} := \min_i \frac{1}{2} [(\pi - \pi^*)^2 - \lambda(y - y^*)^2]$$

Høy og stabil produksjon

Lav og stabil inflasjon

Avveining mellom produksjongap og inflasjonsgap



Optimal pengepolitikk

$$\min_i \mathcal{L} := \min_i \frac{1}{2} [(\pi - \pi^*)^2 - \lambda(y - y^*)^2]$$

Et par antagelser om virkemåten til økonomien

$$(y - y^*) = -\alpha(i - i^*) + u$$

$$\pi = \pi^e + \gamma(y - y^*) + v$$

Optimal pengepolitikk

$$\min_i \mathcal{L} := \min_i \frac{1}{2} [(\pi - \pi^*)^2 - \lambda(y - y^*)^2]$$

Inflasjonen avhenger av
produksjonsgapet



$$(y - y^*) = -\alpha(i - i^*) + u$$

$$\pi = \pi^e + \gamma(y - y^*) + v$$



Helningen på Phillipskurven



Produksjonsgapet avhenger av renten

Optimal pengepolitikk

$$\min_i \mathcal{L} := \min_i \frac{1}{2} [(\pi - \pi^*)^2 - \lambda(y - y^*)^2]$$

$$(y - y^*) = -\alpha(i - i^*) + u$$

$$\pi = \pi^e + \gamma(y - y^*) + v$$

Deriver med hensyn på
renten for å finne minimum
til tapsfunksjonen

$$\frac{\partial L}{\partial i} = (\pi - \pi^*) \frac{\partial \pi}{\partial i} + \lambda(y - y^*) \frac{\partial y}{\partial i} = 0$$

Optimal pengepolitikk

$$\min_i \mathcal{L} := \min_i \frac{1}{2} [(\pi - \pi^*)^2 - \lambda(y - y^*)^2]$$

$$\begin{aligned}(y - y^*) &= -\alpha(i - i^*) + u \\ \pi &= \pi^e + \gamma(y - y^*) + v\end{aligned}$$

$$\frac{\partial \mathcal{L}}{\partial i} = (\pi - \pi^*) \frac{\partial \pi}{\partial i} + \lambda(y - y^*) \frac{\partial y}{\partial i} = 0$$

$$(\pi - \pi^*) = -\frac{\lambda}{\gamma}(y - y^*)$$

Inflasjonsgap og produksjonsgap må stå i et bestemt forhold til hverandre og ha motsatt fortegn

A good looking rate path

Criterion 2: Getting the balance between inflation and output right

Assuming that inflation expectations are anchored around the target, the inflation gap and the output gap should be kept in reasonable proportion to each other until they close. The inflation gap and the output gap should normally not both be positive or negative simultaneously.¹⁰ If both gaps are positive, for example, a path with a higher interest rate would be preferable, as it would bring inflation closer to the target and contribute to more stable output developments.

$$(\pi - \pi^*) = -\frac{\lambda}{\gamma}(y - y^*)$$

ANO 2006/5

Oslo

April, 2006

Working Paper

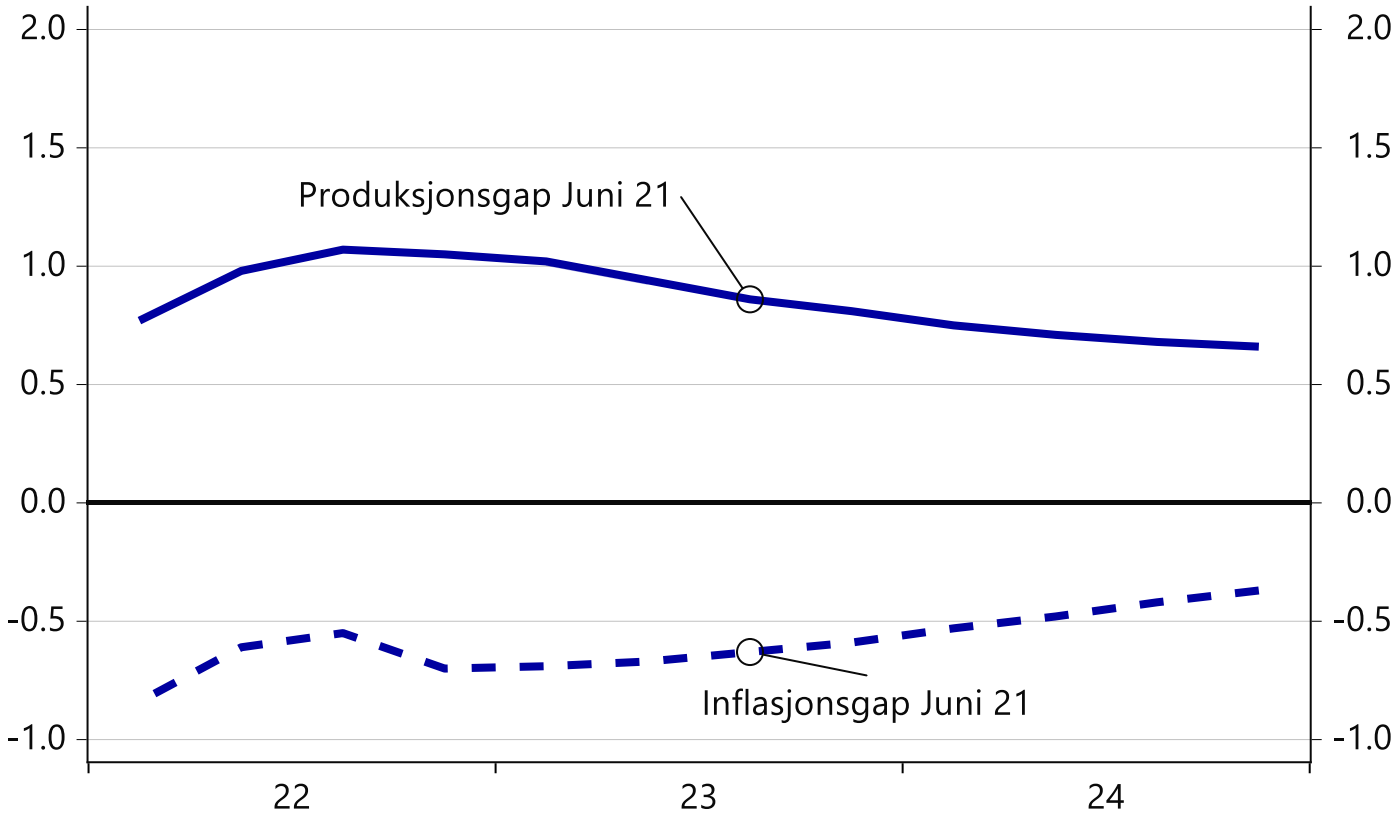
Norges Bank Monetary Policy

When does an interest rate path “look good”?
Criteria for an appropriate future interest rate path

by

Jan F. Qvigstad

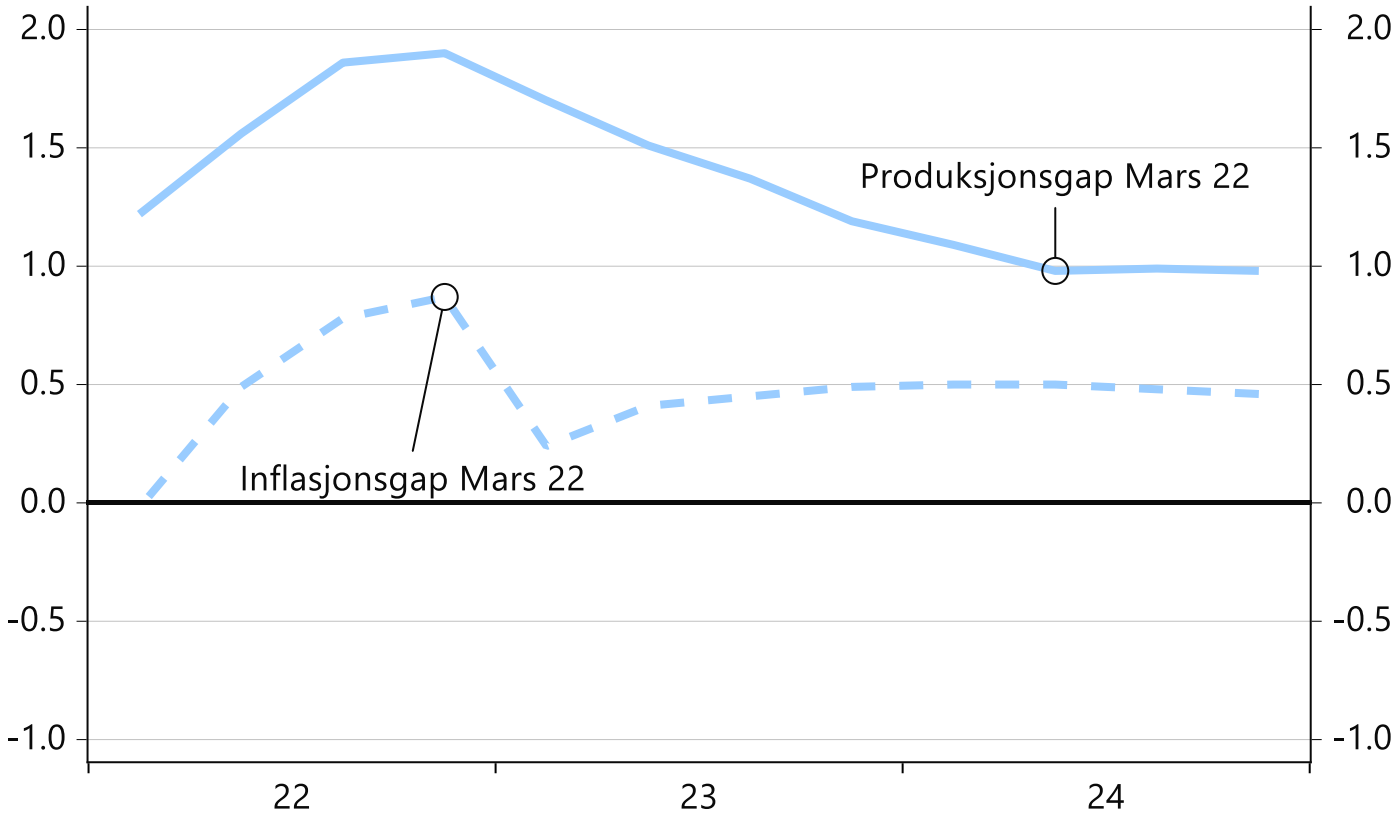
Avveingene i pengepolitikken har endret seg mye



Source: Macrobond and Nordea

$$(\pi - \pi^*) = -\frac{\lambda}{\gamma}(y - y^*)$$

Avveingene i pengepolitikken har endret seg mye



Source: Macrobond and Nordea

$$(\pi - \pi^*) = -\frac{\lambda}{\gamma}(y - y^*) \text{ ?}$$

Alle er enige om at nøytral rente har kommet mye ned, særlig etter finanskrisen



Norges Bank:

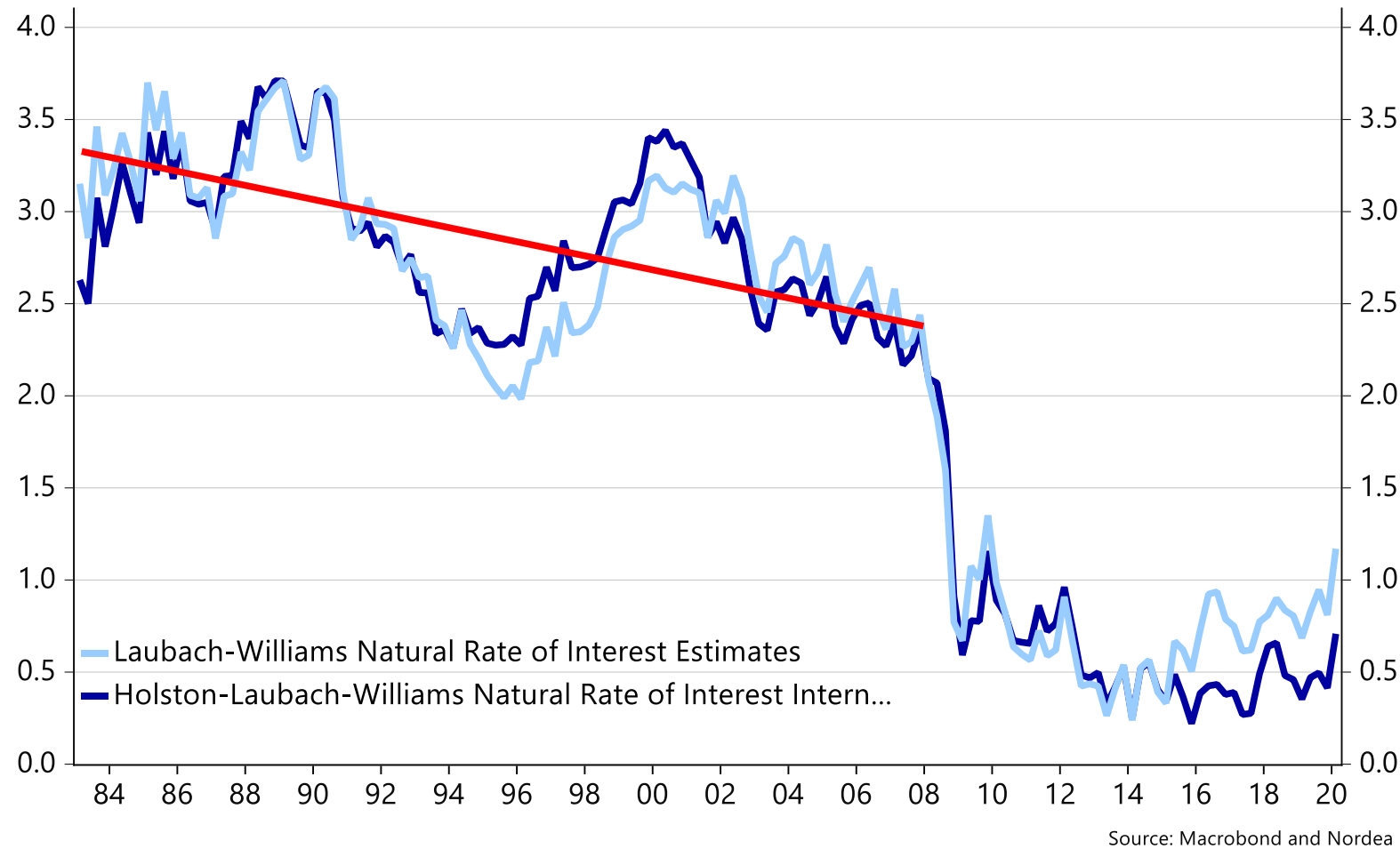
- De norske nøytrale realrenten nært knyttet til den globale
- Nøytral realrente kan påvirkes blant annet av utviklingen i produktivitsvekst, demografi, inntektsfordeling...

Alle er enige om at nøytral rente har kommet mye ned, særlig etter finanskrisen

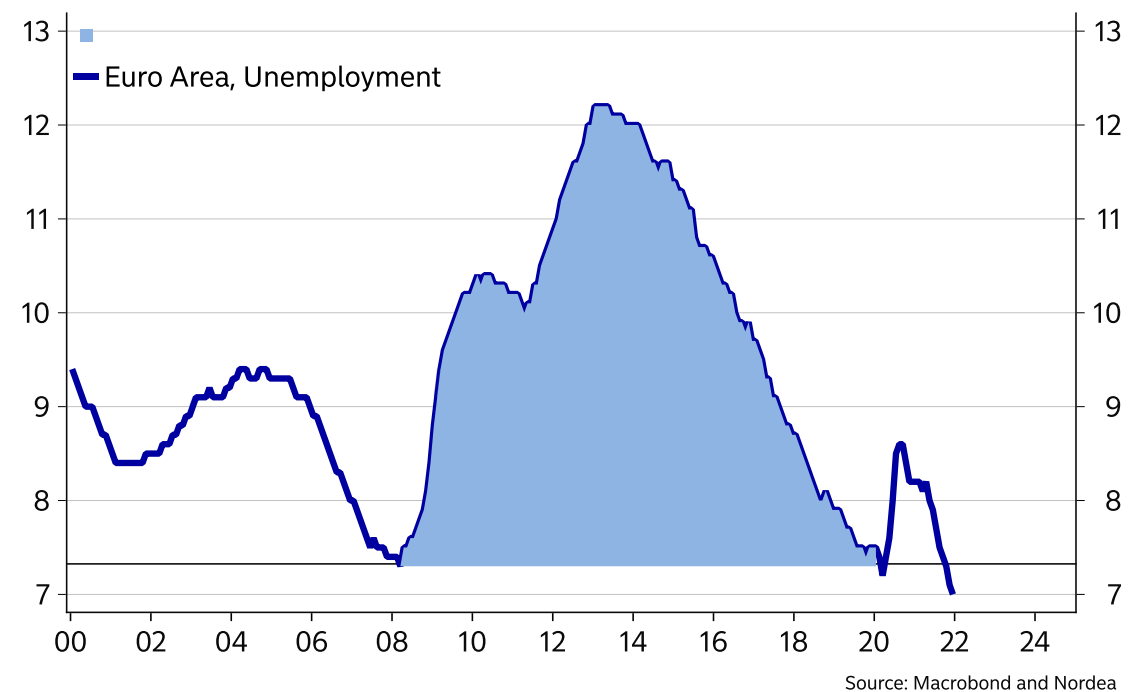
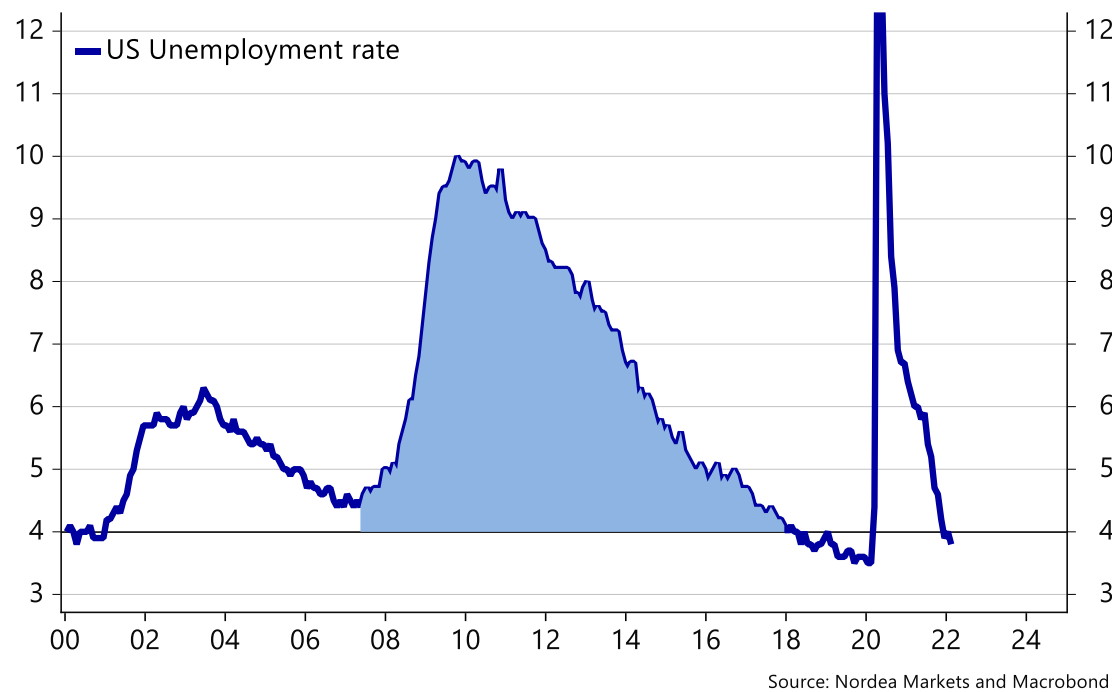


Janet Yellen (2018): *“Quantitative easing was just an attempt to lower long-term interest rates after short rates were already at zero to generate demand for the economy’s goods and services”*

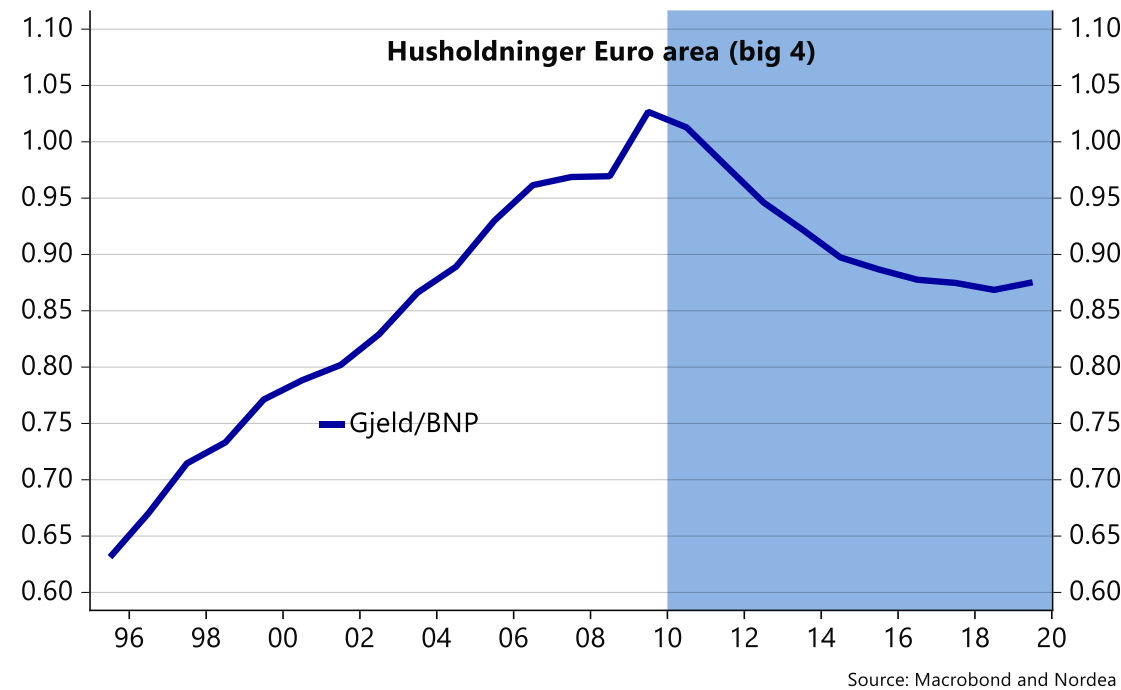
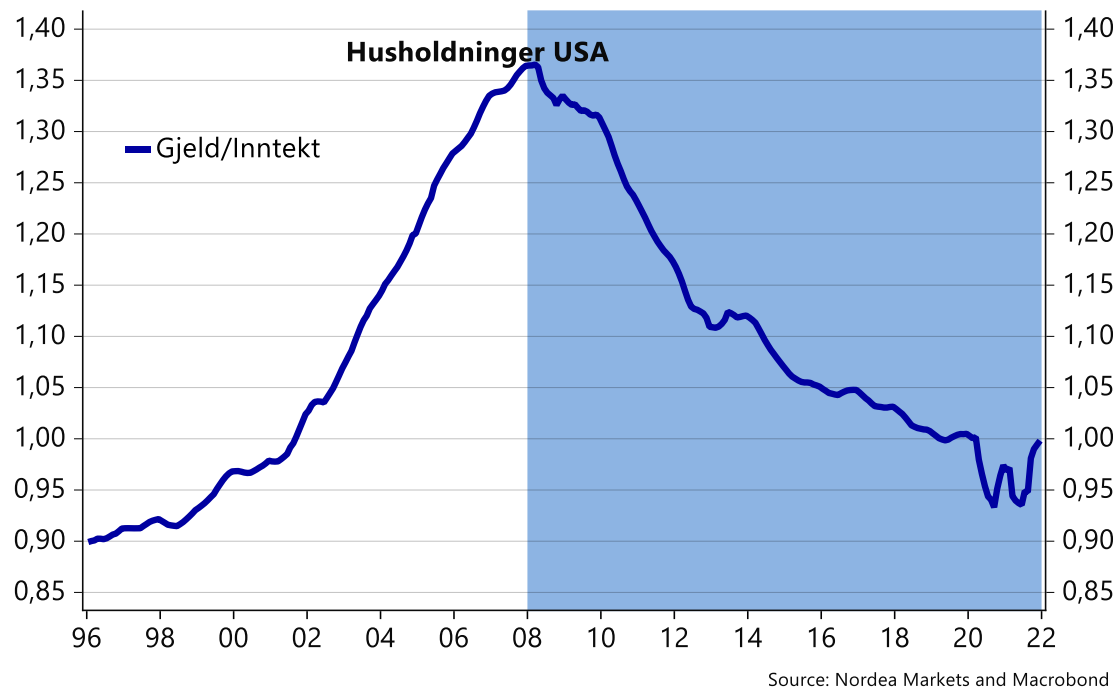
Modellanslag på nøytralrente i USA



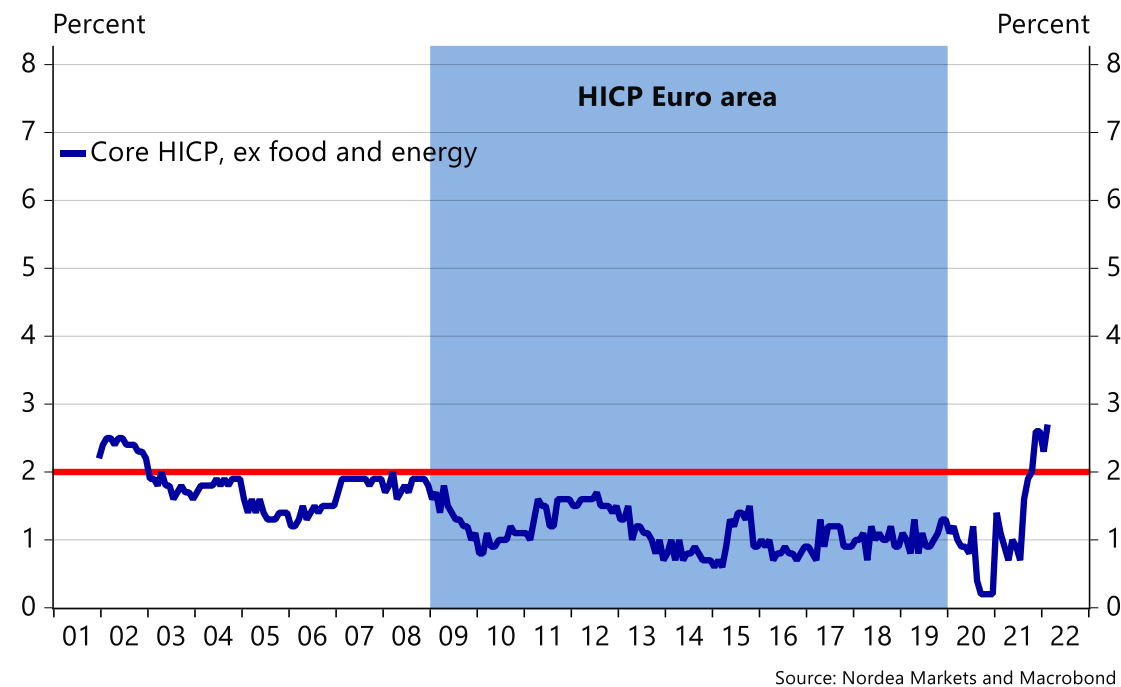
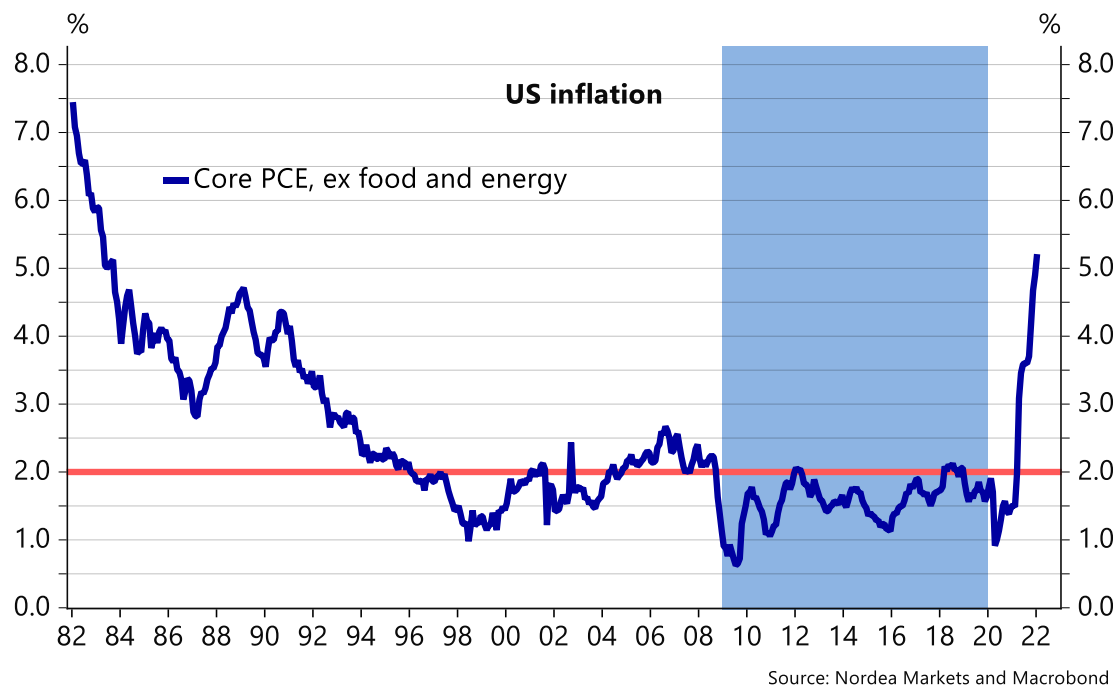
Det tok lang tid å hente inn det tapte etter finanskrisen



Boligboblen som sprakk og europeisk statsgjeldskrise har vært en kraftig brems som nok har gitt behov for svært lave renter

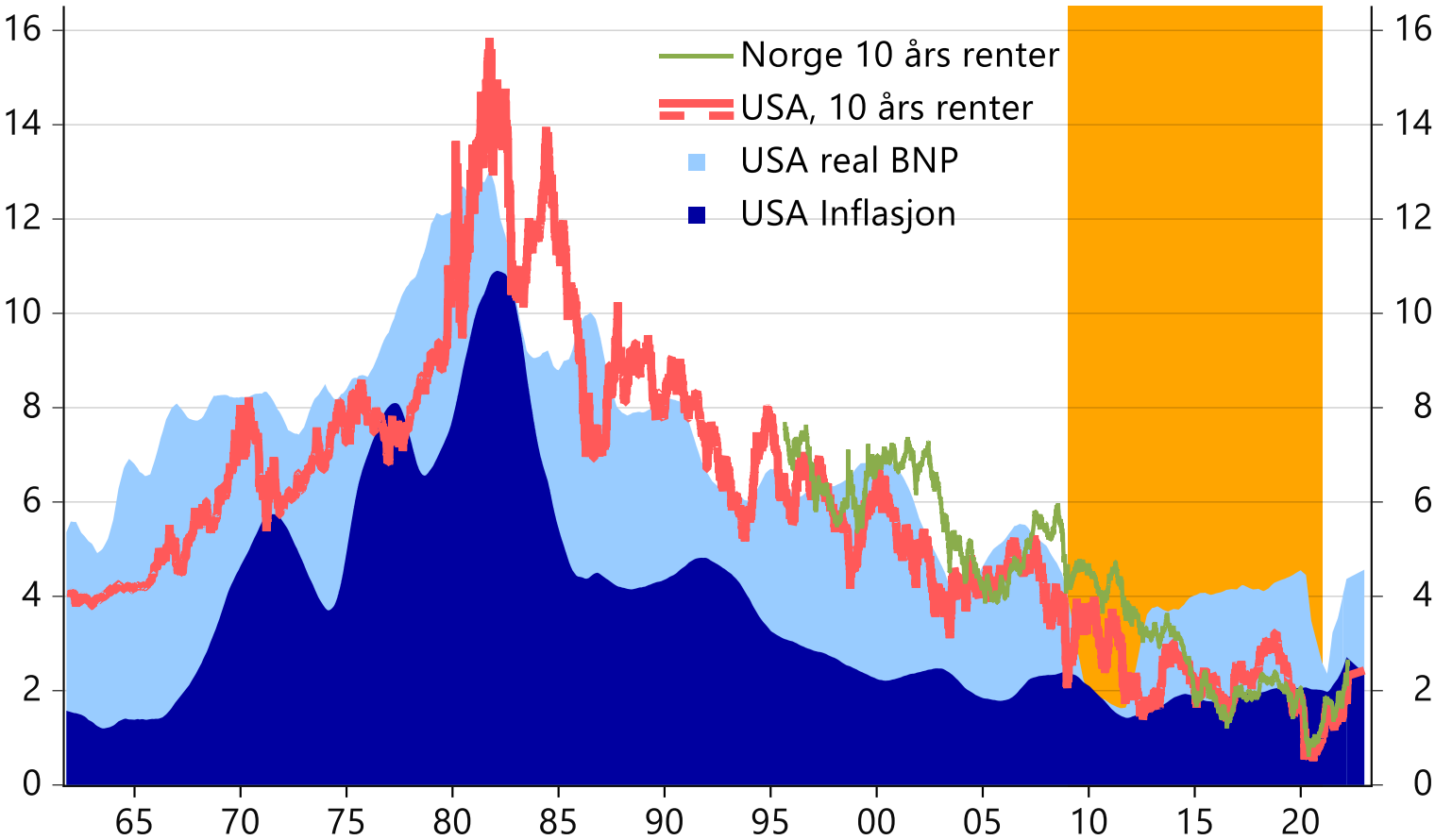


Er 20 år med lav inflasjon forbi?



- Husholdningene ferdig med å betale ned gjelden etter finanskrisen
- Finanspolitikken har kommet kraftig på banen
- Globaliseringen bremser hardt

Hva er normalt?



Source: Macrobond and Nordea

To spørsmål til Norges Bank

- Hvorfor har avveiningene i pengepolitikken endret seg så mye siden juni?
- Hva skal til for at Norges Bank eventuelt endrer sitt syn på nøytral rente?