



Når pengepolitikken brukes opp

Av Steinar Juel, samfunnsøkonom i Civita

Innledning

Rentenivået i verden har vært ekstremt lavt siden finanskrisen i 2008–2009, det vil si i over ti år. I den vestlige verden har sentralbankene senket styringsrentene mot null, til dels også under null, og i stor grad holdt dem der. Rentene korrigert for inflasjon, realrentene, har stort sett vært negative og enda mer negative etter skatt. De store sentralbankene i verden, som Federal Reserve (Fed) i USA, Den europeiske sentralbanken (ECB) i eurosonen, Den japanske sentralbanken (BoJ) og Den engelske sentralbanken (BoE) har i tillegg kjøpt store mengder statsobligasjoner og andre obligasjoner for å presse de langsiktige rentene ytterligere ned. Det har gjort det svært billig for stater å låne for å finansiere budsjettunderskudd, for bedrifter å låne til realinvesteringer og for husholdninger å låne til boliger. For solide låntakere er langsiktige lån blitt gratis, og noen, særlig den tyske stat, har til og med fått betalt for å låne.

Hvordan kan dette være mulig? Vil det ikke i lengden få negative konsekvenser at lån er gratis, at sparing gir tap, og at avkastningskravet til nye investeringer er ned mot null? Dette er spørsmål som i liten grad diskuteres. All oppmerksomhet er rettet mot renten som et kortsiktig virkemiddel for å påvirke aktivitetsnivået og inflasjonen.

Renten er hovedvirkemiddelet i pengepolitikken. Sentralbanker som driver fleksibel inflasjonsstyring, setter renten ned for å gi økonomien mer fart når inflasjonen er for lav og konjunktorene svikter. Er det konjunkturoppgang og stigende inflasjon, setter de renten opp for å bremse aktivitetsveksten. Når kapasitetsutnyttelsen i økonomien ansees for å være normal, og inflasjonen ligger rundt målet, skal renten ligge på et «normalnivå». Hva er så normalnivået?

Det er et spørsmål som det ikke er enkelt å svare på. Ut fra økonomisk teori skal normalrenten, også kalt den langsiktige likevektsrenten eller naturlige renten, gjenspeile forventet inflasjon, økonomiens underliggende vekstpotensial, den demografiske utviklingen, folks tidspreferanse og forholdet mellom sparing og investeringer. *Den naturlige renten* er den renten som over tid gir en balansert utvikling i økonomien, det vil si et optimalt forhold mellom sysselsettingsvekst, inflasjon og produktivitetsvekst. Denne renten kan ikke observeres, den må beregnes, og beregningene som gjøres, er beheftet med stor usikkerhet. Den naturlige renten ligger heller ikke fast over tid, men påvirkes av endringer i for eksempel demografiske forhold, produktivitetsvekst og sparing. Når nye investeringer bidrar til økonomisk vekst og gir en positiv avkastning til eierne, er det vanskelig å forstå at den langsiktige naturlige renten skal være null eller negativ, slik den tilsynelatende har vært i mange land i flere år.

På kortere sikt opererer sentralbankene med begrepet *nøytralrenten*. Det er også en beregnet størrelse, og er den realrenten de mener er forenlig med inflasjon nær inflasjonsmålet og full sysselsetting. Rentens langsiktige sammenheng med produktivitetsvekst er ikke med i *nøytralrente*-begrepet. Det ligger utenfor sentralbankenes politikhorisont. Sentralbankenes oppgave er å bruke renten for å holde stabil og lav inflasjon kombinert med stabil produksjon og sysselsetting, det vil si høy kapasitetsutnyttelse i økonomien. Målet er som oftest at dette skal nås på mellomlang sikt. I mange land, som i Norge, skal også finansiell stabilitet vektlegges. Det er *nøytralrenten* sentralbankene bruker som målestokk for om pengepolitikken er ekspansiv (realrenten er lavere enn *nøytralrenten*) eller kontraktiv (realrenten er høyere enn *nøytralrenten*). *Nøytralrenten* vil normalt endres betydelig mer over kortere perioder enn den naturlige renten, men som gjennomsnitt over lang tid bør *nøytralrenten*, den naturlige renten og den faktiske renten gå mot hverandre.¹

Både den naturlige og nøytrale renten antas normalt ikke å påvirkes av de rentene sentralbankene setter. Kan det være at det er en feil antagelse, og at de siste vel ti årenes ekstremt stimulerende pengepolitikk både har senket *nøytralrenten* og den naturlige renten? I så fall har politikken både bidratt til å svekke mulighetene til å bruke pengepolitikken til å motvirke lavkonjunkturer, og til å svekke økonomiens langsiktige vekstpotensial.

Det er argumenter for at det kan være slik. Over så lang tid som vel ti år foretar aktørene i økonomien langsiktige tilpasninger ut fra at rentene er ekstremt lave. Aktørenes gjeld kan bli så høy at de i mindre grad tåler høyere rente. Lav rente over lang tid kan bremse omstillinger. Omstillingspresset mot eksisterende bedrifter med middels eller lav inntjening reduseres. Innlåsing av kapital og

arbeidskraft i slike bedrifter kan begrense mulighetene for mer lønnsomme bedrifter til å utvikle seg og vokse. Det kan også mer generelt bli foretatt investeringer med lav forventet avkastning, og de kan i noen tilfeller fortrenge investeringer med høyere forventet avkastning. I sum gir dette overdreven kapitalbruk og svakere vekst i totalproduktiviteten. I et arbeidsnotat publisert i 2019 av den franske sentralbanken (Banque de France) mener forfatterne å påvise en sirkulær sammenheng mellom lav rente og produktivitetsvekst. Lav rente synes over tid å resultere i investeringer som bidrar til lavere produktivitetsvekst, og lavere produktivitetsvekst bidrar over tid til lavere rente.²

Når sentralbankene skal stimulere eller bremse aktivitetsnivået i økonomien, er det *renteendringene* som er viktigst. Det betyr at rentevåpenet kan komme til «å brukes opp» ved langvarige og sterke lavkonjunkturer. Rentekutt kan raskt gi impulser til aktivitetsveksten, men vekstimpulsene svekkes i stor grad i løpet av et par år. Hvis økonomien da ikke har fått en sterk nok selvgående vekst, vil renten fortsatt holdes lav, men stimulanseeffekten er betydelig redusert. Jo lenger renten blir liggende lav, desto mer tilpasser økonomien seg dette, og desto sterkere negative effekter kan komme når renten heves igjen.

Flere studier tyder også på at pengepolitikkenes effekt på produksjon og sysselsetting er asymmetrisk, at rentehevinger virker sterkere på aktivitetsnivået enn rentereduksjoner.³ Konsekvensene av dette kan være at sentralbankene har en tilbøyelighet til å redusere renten mer i lavkonjunkturer enn de hever den i høykonjunkturer. Hvis pengepolitikk er hovedvirkemiddelet i konjunkturstyringen, vil rentene da over tid gradvis tendere ned. Pengepolitikken brukes opp som et virkemiddel i lavkonjunkturer. Man havner i en lavrentefelle.

Tradisjonelt er pengepolitikk basert på antakelsen om at den ikke påvirker økonomiens underliggende vekstevne. Det er en rimelig antagelse når inflasjonen og dermed rentene svinger opp og ned innenfor tidsintervaller på 1–3 år, men er det ikke når rentene blir liggende på ekstremt lave nivåer i lang tid.

Det er flere trekk i den økonomiske og demografiske utviklingen, uavhengig av pengepolitikken, som tilsier at den naturlige renten kan være lavere nå enn for 30 år siden. Det vil imidlertid være uheldig dersom vedvarende lave sentralbankrenter gjør at den naturlige renten synker ytterligere. Det vil gi sløsing med kapital, det kan gi lavere produktivitetsvekst, og økt risiko for finansiell ustabilitet. Vedvarende lave renter kan også bidra til økt inntekts- og formuesulikhet. Analyser tyder på at disse effektene varierer mellom land.⁴ En studie på amerikanske data, publisert i januar 2021 av Federal Reserve i New York, tyder imidlertid på at lav rente bidrar til betydelig økning i formuesulikheten når de med høy formue har store plasseringer i aksjer mens de med lavere formue ikke har det.⁵

I neste avsnitt sees det nærmere på rentens rolle i en økonomi. Deretter drøftes mulige årsaker til nedgangen i de langsiktige rentene de siste 30 årene, og hva som gjør at en kan komme i en lavrentefelle. Hvordan renteendringer påvirker økonomien, og forholdet mellom finanspolitikk og pengepolitikk, drøftes deretter. Norges begrensede handlingsrom i pengepolitikken beskrives i et eget lite avsnitt før det kommer et avsnitt om finansiell stabilitet, renter og reguleringer. I et konklusjonsavsnitt til slutt pekes det på noen politikkforhold som bør håndteres.

Rentens rolle

Renten skal over tid gjenspeile den tidspreferansen og de inflasjonsforventningene som aktørene i økonomien har. Renser en ut inflasjonsforventningene, sitter en igjen med realrenten som skal gjenspeile tidspreferansen. At aktørene i en økonomi har tidspreferanse betyr at de har en preferanse for om forbruk skal finne sted i dag eller en gang i fremtiden. Normalt foretrekkes forbruk i dag fremfor at det utsettes til et senere tidspunkt. Da vil realrenten normalt være positiv. Realrenten er den betalingen aktørene i økonomien krever for å utsette forbruk, for å legge noe av sin inntekt til side for sparing. Sparekapital ender, via banker og kapitalmarkedene ellers, opp som investeringer i realkapital. For at de som investerer skal kunne betale den realrenten sparere krever, må investeringene gi en avkastning minst på linje med realrenten. Normalt vil forventet avkastning på investeringer måtte være høyere enn dette, fordi det er risiko knyttet til investeringer. De som tar investeringsrisikoen, vil normalt kalkulere inn en ekstra avkastning, en risikopremie, før de er villige til å investere. Risikopremien varierer med type prosjekt. Over tid vil derfor realrenten på sikre plasseringer, som bankinnskudd og statsobligasjoner, være nedre grense for hva avkastningen må være på nye investeringer i produktiv kapital. Positiv realrente innebærer at investeringene må gi vekst i inntekter, gjennom produktivitetsvekst og/eller flere sysselsatte.

Hvis realrenten over lengre tid er null, signaliserer det at aktørene i økonomien ikke har noen tidspreferanser. De er likegyldige til om inntektene går til forbruk i dag eller en gang i fremtiden. Minimumskravet til avkastningen på nye investeringer blir da også null. Over tid vil det bli foretatt investeringer som gir lav eller ingen avkastning, det vil si lav eller ingen produktivitetsforbedring eller produksjonsøkning.

Det er også andre motiver for å spare enn å få betalt for det. *Forsiktighetsmotivet* gjør at man sparer for å ha noe i reserve hvis noe uforutsett skulle inntreffe. *Pensjonssparingsmotivet* gjør at en sparer noe for å ha noe å leve av når en blir pensjonist, selv om en egentlig skulle ønsket å kunne bruke pengene i dag. Den enkelte kan spare selv, eller arbeidsgiverne kan gjøre det for dem. Når arbeidsgiverne gjør det, vil det normalt innebære at de ansattes lønn blir noe lavere enn hva som ellers ville vært tilfellet.

Pensjonssparingsmotivet varierer mye mellom land ut fra om de har gode offentlige pensjonsordninger eller ikke. Pensjonssparingsmotivet vil også være knyttet til forventet levealder eller, mer korrekt, forventet lengde på pensjonisttilværelsen. Størrelsen på pensjonssparingen vil påvirkes av folks tidspreferanse, av hvor mye de er villige til å oppgi av konsum som yrkesaktive for å få en noe bedre levestandard som pensjonist.

Svekkede offentlige pensjonsordninger og økt forventet lengde på pensjonisttilværelsen tilsier isolert sett høyere sparing, selv om den underliggende tidspreferansen er uendret. Isolert sett kan slik økt pensjonssparing bidra til å redusere realrenten.

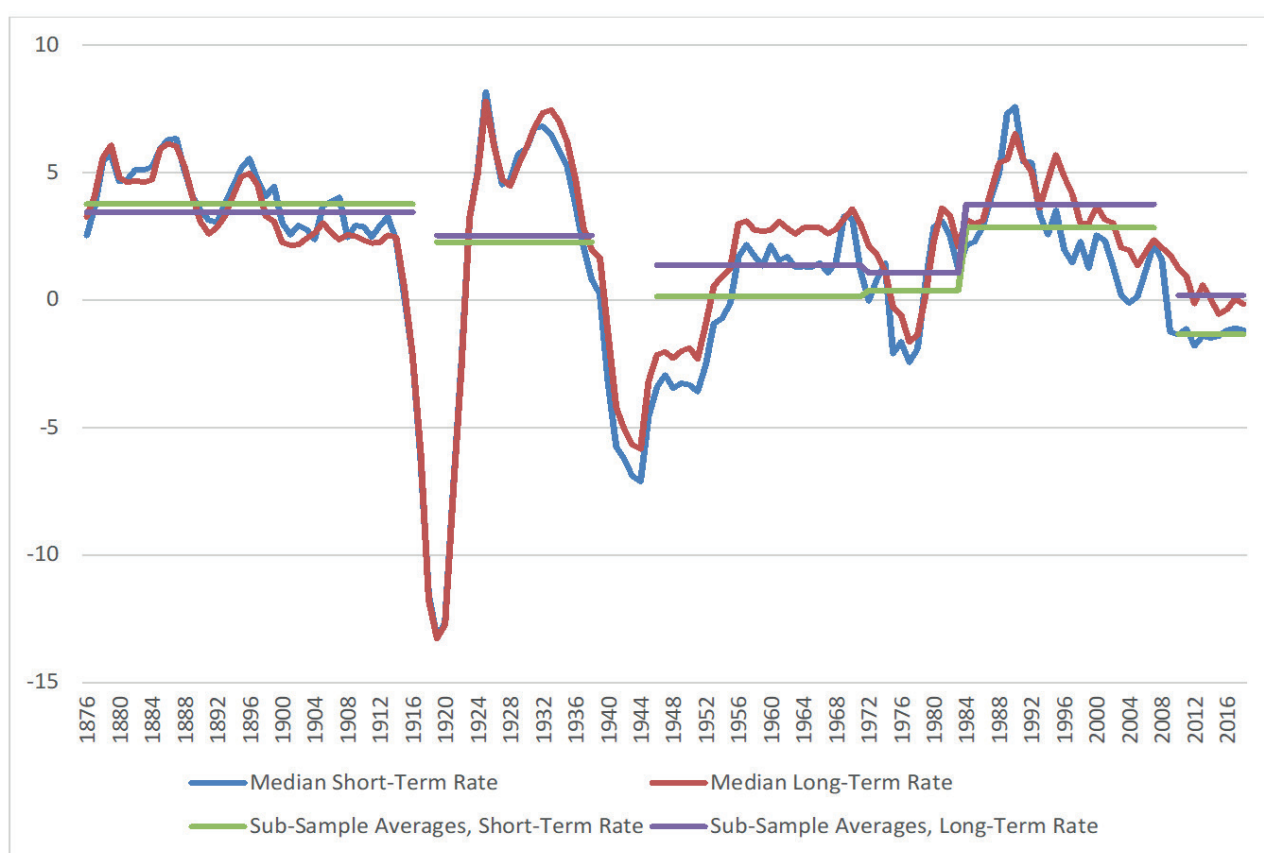
At noe av sparingen ikke er knyttet til tidspreferansemotivet, endrer ikke det forhold at realrenten over tid representerer nedre grense for avkastningskravet på realinvesteringer. Realrentens nivå over tid har derfor betydning for investeringsnivået og hvilke investeringer som foretas, og for den langsiktige veksten i økonomien.

Er det underliggende utviklingstrekk i verdensøkonomien som tilsier at det er «riktig» at realrenten skal være om lag null eller negativ? Er vi kommet opp på et slikt utviklingsnivå at det ikke lenger er mulig å finne nye investeringer som gir særlig avkastning? Eller spares det nå av ulike årsaker for mye i forhold til det som er av investeringsmuligheter?

Historisk lave realrenter – hvorfor?

De langsiktige realrentene har falt siden slutten av 1980-tallet. De var da historisk høye og er nå lave. Figur 1 viser at realrentene i verden har variert mye gjennom historien.

Figur 1: Globale realrenter 1876–2018 i prosent⁶



Kilde: US Congress Budget Office (CBO), Working Paper 2020-9

Det er lansert en rekke teorier og foretatt mange studier av hvorfor realrentene har falt så mye siden 1980-tallet. De fleste av studiene ser på enkeltstående forklaringsvariabler. I et arbeidsnotat publisert i desember 2020 av den amerikanske kongressens budsjettkontor (CBO), gis det imidlertid en samlet fremstilling av de underliggende faktorene som kan ha påvirket realrenteutviklingen.⁷ CBO lager jevnlig langsiktige fremskrivninger av det føderale budsjettet i USA. For å kunne gjøre det, trenger de langsiktige anslag på realrenten, inflasjonen og økonomisk vekst. CBO er et av få politikkbaserte organer som har behov for å ta stilling til hva som er underliggende likevektsrealrente over tid. Analysen i arbeidsnotatet sammenstiller den forskningen som er gjort om hvordan

enkelstående faktorer kan ha påvirket den underliggende realrenten, og den konkluderer med anslag på langsiktig likevektsrealrente i dag, på mellomlang sikt og på lang sikt.

Følgende faktorer synes å ha trukket underliggende realrente ned siden 1980-tallet:

Mer stabil og lav inflasjon. Det tilsier lavere risikopremie innebygd i lange renter. For å knekke høy inflasjon var pengepolitikken i USA svært stram midt på 1980-tallet, noe som påvirket rentenivået i mange land.

Stagnerende og aldrende befolkning. Det kan ha påvirket realrenten gjennom tre kanaler.

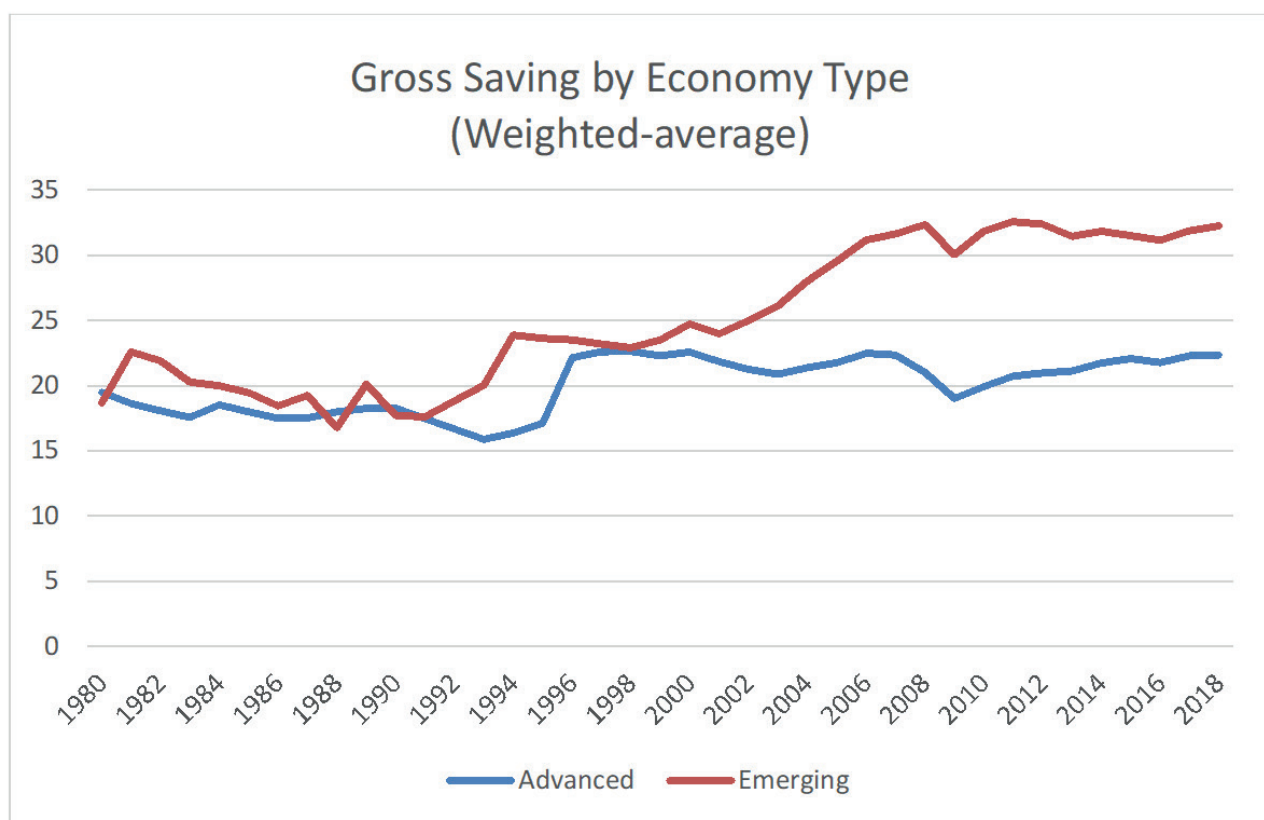
- a) Mindre vekst i befolkningen, og etter hvert fallende befolkning, tilsier mindre behov for realkapital, og dermed lavere investeringer og lavere realrente.
- b) En eldre arbeidsdyktig befolkning vil spare mer til pensjoner enn en yngre befolkning. Når eldre arbeidstakere blir pensjonister, blir effekten motsatt, sparingen går ned. I en OECD-analyse fra 1991 ble det anslått at realrentene i gjennomsnitt ville være 3 prosentpoeng høyere i 2025 enn tilfellet ville vært uten effektene av at flere blir pensjonister.⁸ Nyere analyser referert til i CBOs arbeidsnotat, peker i samme retning, men anslår at effektene blir svakere og kommer senere enn det OECD anslo i 1991.
- c) Vekstpotensialet i økonomien faller, fordi veksten i arbeidsstyrken stagnerer. Dette trekker isolert sett realrenten ned.

Fremveksten av Kina, med høy sparing. Som vist i figur 2 har det vært en økning i sparingen i verden etter 1990, spesielt i fremvoksende økonomier, og da særlig i Kina. Etter 2008 har spareraten vært ganske stabil.

Etterspørselen etter sparing i trygge verdipapirer har økt. Kina har foretrukket å foreta den største plasseringen av sitt spareoverskudd i amerikanske statsobligasjoner. Nye reguleringer har gjort at mer av pensjonssparing og av bankenes forvaltningskapital må plasseres i statspapirer. Etter finanskrisen har også sentralbankene kjøpt store mengder statspapirer og andre sikre obligasjoner, og de har med det bidratt til å holde sikre langsiktige renter nede. I CBO-arbeidsnotatet vises det til studier som tyder på at den amerikanske sentralbankens kjøp av langsiktige verdipapirer har presset 10-årsrenten ned med ca. 1 prosentpoeng. Til sammenligning var 10-årsrenten på amerikanske statsobligasjoner i midten av februar 2021 om lag 1,2 prosent.

Produktivitetsveksten har avtatt. Det betyr lavere underliggende potensial for økonomisk vekst. Investeringer vil da kaste mindre av seg, noe som vil trekke realrentene ned.

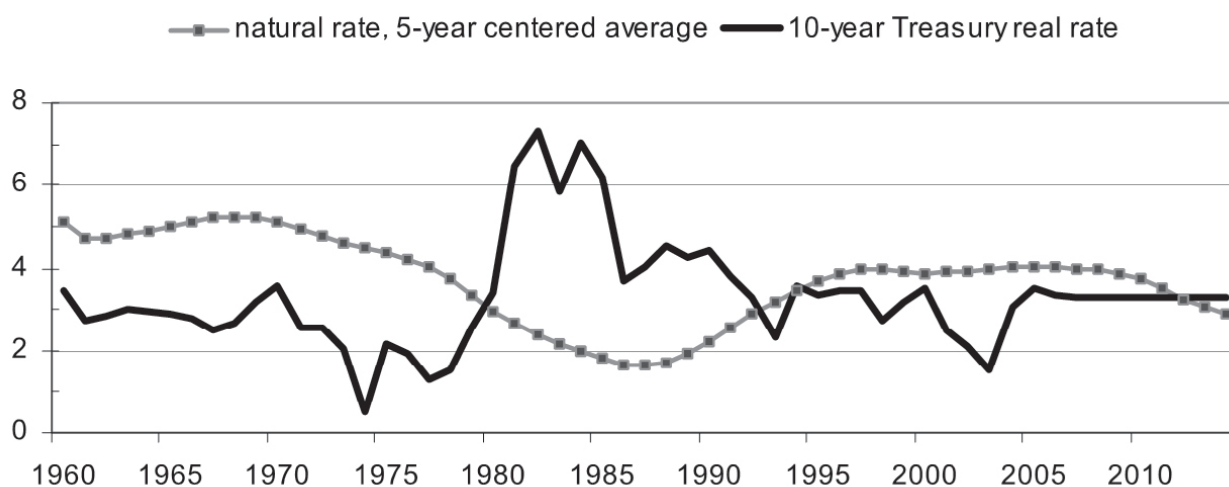
Figur 2: Bruttosparing i avanserte og fremvoksende økonomier. 1980–2018, pst av BNP



Kilde: US Congress Budget Office (CBO), Working paper 2020-9

Når CBO i arbeidsnotatet fra 2020 anslår langsiktig likevektsrealrente, eller den naturlige renten, bruker de observerte renter i perioden 1995–2004 som referanse. I denne tiårsperioden antas pengepolitikken å ha vært nøytral, inflasjonen var stabil, og kapasitetsutnyttelsen i økonomien var stabilt høy. I 1995–2004 var realrenten på amerikanske 10-års obligasjoner om lag 3 prosent. CBO anslår at den langsiktige likevektsrealrenten var falt til 1,3 prosent i 2015–2019, og at den vil være 1,2 prosent i 2031–35 for så å stige til 2,3 prosent i 2046–50. Med inflasjonsforventninger på 2 prosent betyr det 10 års likevektsrenter på henholdsvis 3,3, 3,2 og 4,3 prosent.

I 2004 publiserte CBO en analyse hvor forfatteren selv estimerte den naturlige renten fra grunnen av, ved hjelp av en standard økonomisk vekstmodell. Forfatteren kom der frem til betydelig høyere tall for naturlig realrente; 3,8 prosent i 2000, og den ble anslått å ville være 3,3 prosent i 2010–2014. Figur 3 viser utviklingen i den naturlige renten slik den ble beregnet i 2004, sammen med utviklingen i realrenten på 10 års amerikanske statsobligasjoner. I arbeidsnotatet pekes det på at store avvik over lengre tid mellom den beregnede naturlige renten og den faktiske skapte ubalanser. Realrenter godt under den naturlige på 1960- og 1970-tallet ble etterfulgt av høy inflasjon. For å kvele høy inflasjon, hevet Federal Reserve (Fed) renten kraftig på 1980-tallet. Realrentene gikk sterkt opp, samtidig som at nedgang i produktivitetsveksten trakk den beregnede naturlige realrenten ned. Fed lyktes med å få inflasjonen ned, men det kostet mye i form av økt arbeidsledighet. Renter under den naturlige på 1990-tallet ble etterfulgt av finansielle bobler.⁹

Figur 3: Naturlig rente og 10 års amerikansk reell statsobligasjonsrente 1960–2014

Kilde: Angelo Mascaro, CBO 2004

Disse to beregningene fra CBO illustrerer usikkerheten i beregninger av naturlig rente. Metodene er forskjellige, hvor den fra 2004 er basert på fundamentale realøkonomiske utviklingstrekk og er uavhengig av hva finansmarkedene har vist. Anslagene fra 2020 kan i noen grad være påvirket av at de faktiske rentene da hadde vært svært lave i lang tid.

Noen tilsvarende beregninger er ikke foretatt for norsk økonomi. Som en liten åpen økonomi vil imidlertid den naturlige renten ikke kunne avvike mye fra hva den er i et sentralt land som USA. Kapitalstrømmer på jakt etter gode, langsiktige investeringer vil over tid bidra til å jevne ut forskjeller i den naturlige renten.¹⁰ Det er derfor grunn til å regne med at den langsiktige risikofrie likevektsrenten i Norge ikke er lavere enn i USA. Den kan heller være noe høyere på grunn av imperfeksjoner i kapitalmarkedene, og at Norge er et lite, marginalt land. De langsiktige norske statsrentene er normalt noe høyere enn de amerikanske.

Lavrentefelle

Det er i hovedsak *endringene* i renten, og i mindre grad rentenivået, som påvirker det kortsiktige aktivitetsnivået i økonomien, og derigjennom inflasjonen. Når en sentralbank senker renten, har den normalt et politikkperspektiv på mellomlang sikt, ofte konkretisert til 1–3 år. Renteendringer gir klare stimulanseffekter det første året, så avtar de over tid og blir nesten borte etter noen år. Ved sterk konjunktursvikt, som under finanskrisen, og når lavkonjunkturer strekkes ut i tid, oppfattes det ofte som ytterligere behov for flere rentekutt og eventuelt andre pengepolitiske tiltak for å vedlikeholde vekstimpulsene. Etter finanskrisen ble også pengepolitikken i flere økonomier brukt til å hindre statsgjelds- og bankkrise. Dette var særlig tilfellet i eurosonen. Pengepolitikken ble brukt til å løse for mange problemer, den ble overbelastet. Dette var et tema i et arbeidsnotat utgitt i 2013 av Bank for International Settlements (BIS). En hovedkonklusjon i notatet var:

«When other policies fail, when other policies are hard to implement, when other policies are politically challenging, it may be appealing to ask central banks to use monetary policy to achieve broader goals, to make up for the gaps in what other institutions and policies should do.»¹¹

Syv år senere er denne oppsummeringen like aktuell.

Rentenivået som sentralbankene setter, har langsiktige effekter. Holdes renten på null i flere år, blir det trolig foretatt flere investeringer som har lav avkastning, og som i neste omgang bidrar til lavere produktivitsvekst. Videre øker gjelden. I et arbeidsnotat fra Banque de France pekes det på at det over tid er en sirkulær sammenheng mellom lange renter og produktivitsvekst. Etter sjokk som senker realrenten, for eksempel i form av at befolkningen blir eldre, vil den lavere realrenten i neste omgang trekke ned veksten i totalproduktivitet, noe som deretter bidrar til å redusere realrenten enda mer. Prosessen vil i prinsippet konvergere mot en ny likevektssituasjon med lavere realrenter og lavere produktivitsvekst.¹² Det første sjokket kan like gjerne være ekstremt ekspansive pengepolitiske tiltak, selv om det ikke nevnes som eksempel i analysen fra den franske sentralbanken. Det er også kommet en del studier om et økt omfanget av såkalte «Zombie-foretak», foretak med svært svak inntjening, som under normale forhold ville blitt avvirket eller nedskalert. Noen knytter også det til lavrentepolitikken, mens andre peker på andre myndighetstiltak som gunstige låneordninger til lite kredittverdige bedrifter.¹³

Som nevnt i innledningen er det gjennom årene blitt publisert flere studier som tyder på at renteendringer virker asymmetrisk på sysselsettingen og aktivitetsnivået. Det vil si at en gitt renteøkning virker mer dempende på sysselsettingen enn det et like stort rentekutt bidrar til å stimulere den. I forskningen pekes det særlig på tre mulige årsaker til dette.

- Når sentralbankene hever renten vil bankrentene gå tilsvarende opp, men bankene blir i tillegg mer kritiske i sine kredittvurderinger. De frykter at flere låntagere vil misligholde sine lån. Når renten kuttes, letter ikke bankene tilsvarende på sine kredittvurderinger.
- Priser og lønninger er trege med å falle. Høyere rente slår da sterkere ut i lavere aktivitetsnivå, og i mindre grad ut i lavere lønninger og priser.
- I lavkonjunkturer kan forbrukertilliten svikte så mye at husholdningene i begrenset grad reagerer på lavere rente.

Noen sammenligner pengepolitikk med å styre ved hjelp av et snøre, å stramme et snøre er effektivt, men å skyve med det virker dårlig. Et annet bilde som brukes, er at det er lett å leie en hest bort til et traue med vann, men vanskeligere å få den til drikke, dersom den ikke ønsker det. Etter en finanskris, hvor utgangspunktet var at mange hadde for mye gjeld, virker rentekutt mindre effektivt, fordi få ønsker å øke gjelden.

I analysen fra Richmond Fed, også vist til i innledningen, anslås asymmetrien til å være stor. En renteøkning på 0,7 prosentpoeng anslås å øke arbeidsledigheten med 0,15 prosent, mens et like stort rentekutt bare anslås å redusere arbeidsledigheten med 0,04 prosent.¹⁴ Det kan også være slik at tilstrømningseffekten av en renteøkning blir større, jo lengre renten har vært lav. Når renten

er lav lenge, vil mange aktører ha foretatt langsiktige tilpasninger som å øke gjelden og foreta investeringer tilpasset det rentenivået. Høyere rente vil da virke sterkere negativt på kjøpekraften, og det tar tid for aktørene i økonomien å tilpasse gjelden til et høyere rentenivå. En asymmetrisk effekt og langsiktige tilpasninger til et vedvarende lavt rentenivå kan føre til at sentralbankene i liten grad hever renten før neste konjunkturedgang. Pengepolitikken blir da låst i en lavrentefelle. Jo mer myndighetene ensidig lener seg på pengepolitikken i konjunkturstyringen og jo lengre renten holdes svært lav, desto større er faren for å havne i en slik felle.

Nærmere om hvordan renteendringer virker

En rentereduksjon virker stimulerende på økonomien gjennom flere kanaler. Valutakursen vil, alt annet likt, bli noe svakere. Det vil stimulere eksporten, begrense importen og bidra til høyere inflasjon. Lavere avkastningskrav gjør at prisen på formuesobjekter som eiendommer, aksjer og obligasjoner går opp. Det vil i neste omgang gjøre det lønnsomt å bygge mer og hente inn mer kapital til næringslivet. Økte formuesverdier trekker også i retning av mindre sparing og høyere forbruk. Lavere avkastningskrav gjør det mer lønnsomt å investere i mer realkapital, særlig i eiendom. Når husholdningene er i netto gjeldsposisjon, som tilfellet er i Norge, vil lavere rente gi et løft i husholdningenes disponible inntekter, fordi renteutgiftene går ned. Det vil stimulere privat forbruk. Bedrifter har stort sett netto gjeld, så deres utgifter reduseres også, og overskuddene øker. Lavere rente vil også gjøre at aktørene i økonomien tåler en høyere gjeld. Deres låneopptak til forbruk og investeringer vil øke. I sum bidrar dette til høyere aktivitet i økonomien, noe som normalt også vil bidra til høyere kostnadsvekst og inflasjon.

Tabell 1: Effekter av rentekutt

Kanal	Effekter	Varighet
Valutakursen svekkes.	Høyere innenlandsk produksjon pga. økt eksport og redusert import.	Skjer raskt. Ut fra teorien om udekket renteparitet vil valutakursen tendere sterkere igjen over tid. ¹⁵ Men ustabil sammenheng.
Inntektseffekt husholdninger.	Ekstra vekst i disponibel inntekt når husholdningene har netto gjeld. Økt privat forbruk.	Engangseffekt på forbruksveksten, dør i hovedsak ut i løpet av ett eller to år.
Inntektseffekt bedrifter.	De fleste bedrifter har netto gjeld, rentekutt øker netto finansinntekter og bedrer inntjeningen.	Skjer umiddelbart som engangseffekt ved flytende rente. Tar lengre tid ved fastrentelån.
Økte formuesverdier.	Reduserer husholdningenes ønske om sparing, gir høyere privat forbruk. I Norge særlig effekter fra boligpriser til sparerate og forbruk	Engangseffekt, tilpasningen med å redusere spareraten til nytt ønsket nivå skjer relativt raskt, i løpet av et par år. ¹⁶
Redusert avkastningskrav og brukerpris på realkapital.	Investeringene øker. Varierer mellom type investeringer, og mellom bedriftenes finansielle stilling.	Investeringene vokser noen år for så å flate ut. På lang sikt kan de gå noe ned igjen.
Lavere avkastning på pensjonssparing.	Tilsier høyere sparing/lavere forbruk for å unngå lavere pensjoner i fremtiden.	Engangseffekt, men tar noen år før det inntreffer. Tregheter før pensjonsselskapenes avkastning går ned og før forbrukerne oppdager det.

Som skissert i tabell 1 har rentekutt (og renteøkninger) i stor grad engangseffekter på veksten i økonomien. De fleste effektene kommer empirisk sett relativt raskt, i løpet av om lag ett til to år. *Inntektseffektene* av rentekutt (at renteutgiftene på eksisterende nettogjeld faller) løfter privat forbruk i løpet av ett år eller to. Forbruket blir så liggende på et nytt høyere nivå, men vekstbidraget forsvinner. Inntektseffekten for bedrifter kommer også relativt raskt, og bedrer bedrifters inntjening, noe som kan bidra til noe høyere investeringer.

Formueseffektene, det vil si effektene fra høyere priser på boliger, eiendommer ellers og fra høyere verdier på verdipapirer på sparerate og forbruk, er også engangseffekter som kan utspilles relativt raskt.

Virkningene på næringslivsinvesteringer av lavere avkastningskrav og brukerkostnader synes å variere betydelig mellom type investeringsobjekt og bedriftenes finansielle styrke i utgangspunktet. Det er flere teorier om hvordan renten påvirker investeringene. De tre vanligste er:

1. En rentereduksjon øker ønsket kapitalbeholdning, fordi avkastningskravet og lånekostnader reduseres. Investeringene vil øke, men når ønsket kapitalbeholdning er nådd, vil investeringene kunne gå noe ned igjen. Dette representerer nyklassisk teori om sammenheng mellom rente og investeringer.
2. Investeringene er en funksjon av brukerprisen på realkapital. Rente, kapital slit, vedlikeholdskostnader og foreldelse er hovedelementene i brukerprisen. Når renten går ned, faller brukerprisen, noe som bidrar til høyere investeringer. Hvor stor effekten er, vil variere mellom ulike kapitalgjenstander. For maskiner vil kapital slit og foreldelse ofte dominere over renten, mens renten er en stor komponent i brukerprisen på eiendom.¹⁷
3. Bedrifters investeringer bestemmes av deres kapasitetsutnyttelse, det vil si av den etterspørselen de møter etter sine produkter (akselerator teorien). Når et rentekutt øker privat forbruk mv, vil bedriftene øke sine investeringer for å kunne produsere mer i tråd med den økte etterspørselen.

Den indirekte effekten angitt i punkt 3 er sterk. I en analyse fra SSB laget på oppdrag fra Sysselsettingsutvalget, beregnet de blant annet hvor stor effekt Norges Banks rentekutt i perioden 2011–2018 hadde på ulike etterspørselskomponenter i økonomien. Effekten på næringsinvesteringene var betydelig, men om lag 70 prosent av effekten anslås å skyldes at rentereduksjonene økte etterspørselen i økonomien, særlig privat forbruk. Den direkte effekten via brukerprisene på realkapital utgjorde bare 30 prosent av effekten.¹⁸

Det er gjort mange studier av hvordan renteendringer påvirker bedrifters adferd. Studier på såkalte mikrodata, det vil si data for enkeltbedrifter, tyder på at rentekutt har sterkest effekt på investeringene til bedrifter med mye gjeld og svak inntjening. Dette er bedrifter som i utgangspunktet opplever lav utlånsvilje fra bankene. Denne gruppen omfatter også typiske oppstartsbedrifter. Når renten kuttes, bedres deres finansielle stilling sterkt, verdien av det de måtte ha av eiendeler, særlig eiendommer, stiger. Bankene blir da mer villige til å yte disse bedriftene lån. Ifølge studien av amerikanske bedrifter vist til i punkt 2 over, gjør dette at investeringene til bedrifter med anstrengte finanser øker markert ved rentekutt, mens investeringene til mer

solide og etablerte bedrifter øker langt mindre. En analyse publisert av den australske sentralbanken peker i samme retning.¹⁹ På makronivå har det tradisjonelt vært vanskeligere å finne noen klare direkte sammenhenger mellom renten og næringsinvesteringer på kortere sikt.²⁰

Den nyklassiske teorien referert til i punkt 1 foran, innebærer ikke bare at rentens effekt på veksten i investeringene dør ut etter en tid, men også at investeringene kan gå noe ned igjen etter at ønsket kapitalbeholdning er nådd. Etter noen år kan det også komme en negativ effekt på privat forbruk, fordi pensjonssparere begynner å spare mer når de oppdager at deres fremtidige pensjoner ligger an til å bli lavere enn antatt fordi avkastningen på pensjonskapitalen har falt. I Norge er ikke de offentlige pensjonene fra NAV påvirket av avkastningen på en pensjonskapital, mens ytelsene fra innskuddsbaserte private pensjoner er det. Styrken på effekten av at lavere avkastning fører til høyere pensjonssparing vil derfor kunne variere mye fra land til land avhengig av pensjonssystemet.

Boligpriser og -investeringer er svært følsomme for renteendringer. Dette er investeringer med lang levetid og hvor renten utgjør en stor del av de årlige brukerkostnadene. I et arbeidsnotat fra Housing Lab ved Oslo Met anslås det at en økning av realrenten etter skatt med 1 prosentpoeng over tid reduserer boligprisene med vel 10 prosent. Lavere priser reduserer i neste omgang boligbyggingen. Rentekutt er beregnet å gi en noe sterkere effekt, ved at 1 prosentpoeng lavere realrente etter skatt øker boligprisene med 13–14 prosent.²¹

Trolig er effektene av en renteendring på 1 prosentpoeng påvirket av hva rentenivået er i utgangspunktet. Er renten i utgangspunktet lav, vil en endring på 1 prosentpoeng virke sterkere på boligpriser og gjeldsnivå enn om renten i utgangspunktet er høy. Dette illustreres nærmere i avsnittet under om finansiell stabilitet. I SSB-rapporten skrevet for Sysselsettingsutvalget kommer en frem til at rentekuttene i 2011–2018 bidro til å øke boligprisene med 24 prosent og løfte boliginvesteringene med 15 prosent.²² Verdien på andre typer eiendommer som fritidseiendommer og kontor- og forretningseiendommer blir også sterkt påvirket av realrenten.

At veksteffektene av rentereduksjoner dør ut, at effektene etter lenger tid i noen grad kan reverseres, og at en gitt renteøkning ofte virker sterkere enn et gitt rentekutt, er trolig viktige årsaker til at rentene er blitt satt lenger og lenger ned.

Paradigmeskifter i den økonomiske politikken

At det i hovedsak er renteendringene som påvirker aktivitetsnivået, og ikke rentenivået, er helt parallelt til hvordan finanspolitikken virker. I Norge brukes endringene i det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet²³ som indikator på om statsbudsjettet virker ekspansivt eller ikke. I andre land brukes tilsvarende indikatorer. Det er ikke budsjettets underskudd som gir vekstimpulser, men endringene i underskuddet.

På 1970-tallet ble finanspolitikken i mange land «overbelastet». Langvarig konjunktursvikt etter oljeprisøkningene tidlig på 1970-tallet og manglende strukturelle tilpasninger ble møtt med stadig økte budsjettunderskudd. En søkte å finstyre sysselsettingsnivået med stadig nye

finanspolitiske stimulanser og holde inflasjonen nede med inntektspolitikk. Dette fungerte ikke, inflasjonen ble høy og veksten lav. Begrepet *stagflasjon* oppstod, og statsgjelden i mange land økte sterkt. Ideen om å finstyre konjunktorene ble forlatt på 1980-tallet. Pengepolitikken ble etter hvert rettet inn mot å holde inflasjonen nede, mens finanspolitikken ble rettet mot mellomlangsigtede mål som å fjerne budsjettunderskudd og redusere statenes gjeld. Deregulering og stabile og forutsigbare rammebetingelser ble vektlagt for å fremme vekst i næringslivet. De neste par tiårene ble preget av god økonomisk vekst og lav inflasjon, men finansielle ubalanser bygde seg opp og endte til slutt i avbegrensede finanskriser på slutten av 1990-tallet og den store finanskrisen i 2008/09.²⁴

Etter finanskrisen ble pengepolitikken forsøkt brukt til å løse mange problemer på en gang. Den skulle hindre for lav inflasjon, gi ny økonomisk vekst, redusere arbeidsledigheten, bedre kreditttilgangen til næringslivet, redde stater fra gjeldskrise, stabilisere banksystemet og, i EU, redde euroen fra sammenbrudd. Høy gjeld gjorde at mange land ikke hadde finanspolitisk handlingsrom. Eurosonen hadde heller ikke noen finanspolitiske virkemidler på føderalt nivå. I USA ble det vedtatt finanspolitiske stimulansepakker etter krisen, men de ble avvirket for raskt på grunn av mangelen på samarbeid mellom Kongressen og presidenten.²⁵

De vestlige land har gått fra å overbelaste finanspolitikken på 1970-tallet til nå å overbelaste pengepolitikken, i stor grad uten at landene igjen har greid å vinne tilbake et handlingsrom i finanspolitikken. Når store finanspolitiske pakker likevel vedtas i forbindelse med Covid-19-krisen, blir det fremover enda vanskeligere å komme ut av lavrentefellen. Risikoen for statsgjeldskriser i flere land øker.

Norge som et lite land

Norge har et stort finanspolitisk handlingsrom gjennom Statens pensjonsfond utland (oljefondet), mens pengepolitikken i de store økonomiene setter rammer for hvor annerledes pengepolitikken kan være her hjemme. Norge var et av de vestlige landene som ble minst rammet av finanskrisen, men samtidig et av de landene som satte inn de mest omfattende finanspolitiske tiltakene. Pengepolitikken i Norge ble da heller ikke så ekspansiv som vi så i de fleste andre vestlige land. Styringsrenten nådde ikke null før i forbindelse med koronakrisen våren 2020, og Norges Bank var ganske alene om å heve renten i 2018–2019. Styringsrenten ble i denne perioden hevet med 1 prosentpoeng. Det bidro til en klar avdemping av boligprisveksten og i husholdningenes gjeldsvekst. Veksten i boligpriser og gjeld skjøt fart igjen noen måneder etter at rentekuttene startet i mars 2020.

I perioder har kronekursen vært svært følsom overfor endringer i renten og oljeprisen. De siste om lag fem årene har følsomheten vært betydelig mindre, noe som gjorde det mulig å heve rentene, slik tilfellet var i 2018–2019. Kronen fortsatte overraskende nok å svekke seg noe i den perioden renten ble hevet.²⁶ Kronen svekket seg markert rett i etterkant av at renten i mars–mai 2020 ble satt ned til null, men styrket seg igjen kort tid etter. Det siste året synes svingningene i kronekursen også å ha vært påvirket av endringene i oljeprisen og av risikosentimentet i finansmarkedene.

Det er ikke slik at renten bare kan heves, dersom det ikke får noen konsekvenser for valutakursen.

Siktemålet med renteendringer er vanligvis å påvirke innenlandske forhold, men Norges Bank regner normalt også med at kronen vil styrkes noe etter en renteheving. Kraftige valutakursendringer er imidlertid sjelden ønsket. Når det er risiko for det, begrenser det Norges Banks pengepolitiske handlingsrom.

Finansiell stabilitet og reguleringer

Lave renter virker som nevnt gjennom flere kanaler, hvor to av dem er høyere verdier på eiendommer og verdipapirer, og at folk tåler en høyere gjeldsgrad. Det er mye oppmerksomhet knyttet til at høy gjeld og høye aktivapriser kan representere en risiko for finansiell ustabilitet. Dette er imidlertid ikke bieffekter av rentekutt, men sentrale kanaler som renten påvirker økonomien gjennom. Når det innføres reguleringer for å dempe låneopptak og oppgang i eiendomspriser, motvirkes samtidig noe av rentereduksjonenes ekspansive effekt på økonomien. Spørsmålet kan da reises om en ikke heller burde latt være å sette renten så mye ned. Når rentene i utgangspunkt er lave, vil et rentekutt med et gitt prosentpoeng gi en betydelig sterkere økning i nivået på gjelden som en låntager kan betjene, enn når utgangspunktet er en høyere rente.²⁷ Det gjør at risikoen for overdrevne låneopptak og prisoppgang på boliger blir større, med tilsvarende økning i risikoen for finansiell ustabilitet. Etter rentereduksjonene til null våren 2020 var det ikke overraskende at Finanstilsynet ut fra sitt mandat foreslo strammere utlånsreguleringer. Samtidig er det forståelig at forslagene ikke ble fulgt opp politisk.

For å beskytte den enkelte låntager mot uforutsette begivenheter, kan det være grunn til å ha noen rammer for opptak av boliglån, uavhengig av rentenivået. Boliglånsforskriften går imidlertid videre enn det, og er begrunnet med sterk vekst i husholdningenes gjeld og i boligprisene, det vil si med makroøkonomiske styringshensyn. Frykten er at høy gjeld og høye boligpriser senere skal utløse en finanskriser, noe som særlig vil kunne skje dersom renten går betydelig opp i et høyt tempo. Reguleringer som boliglånsforskrifter har imidlertid begrensede effekter, så sant de ikke har en betydelig stramhet. Det vil være langt mer effektivt og bedre for den enkelte låntager at renten holdes høyere. Reguleringer vil lett skape urimelige begrensninger for enkeltpersoner, samtidig om de i makro har begrenset dempende effekt på boligpriser og gjelds nivå. Etter at styringsrenten ble satt ned til null våren 2020, har både boligprisene og gjeldsveksten tatt seg markert opp, til tross for boliglånsforskriften.

Konklusjoner

Det er vanskelig å se at realrenter på og under null over flere år kan tilskrives for mye sparing, at befolkningen er blitt eldre, eller at nye investeringer ikke har noen avkastning. Hadde det vært tilfellet, ville ikke aksjekursene vært rekordhøye når økonomiene er i krise som nå. Lavere produktivitetsvekst nå enn på 1980-tallet, eldre befolkning og mer stabil inflasjon tilsier lavere realrenter nå enn da. Vedvarende null eller negative realrenter er derimot vanskelig å forklare ut fra generelle utviklingstrekk i økonomien. Ut fra beregningene til budsjettkontoret i den amerikanske kongressen skal normal risikofri realrente nå være i underkant av 1 ½ prosent eller høyere.

Langvarige perioder med ekstremt lave politikkbestemte renter påvirker økonomiens struktur og kan redusere dens langsiktige vekstevne. Det reduserer trolig produktivitsveksten, og det blåser opp både gjeldsnivåer og aktivapriser. Rentehevinger får større negative/tilstrammende effekter på økonomien jo lengre renten er ekstremt lav, og økonomien har tilpasset seg det lave nivået. Det gjør det vanskelig for sentralbankene å begynne å bevege rentene opp igjen. Flere studier peker også i retning av at en gitt renteøkning virker mer innstrammende enn det et like stort rentekutt virker stimulerende. Hvis det er en slik asymmetri, vil en ensidig bruk av pengepolitikk i konjunkturstyringen lett føre til at renten over tid vil synke.

På samme måte som finanspolitikken ble «overbelastet» på 1970-tallet, er pengepolitikken nå blitt overbelastet uten at den finanspolitiske handlefriheten i mange land er gjenvunnet. Det er svært uheldig å komme i en situasjon der både finanspolitikken og pengepolitikken er «brukt opp».

Som et lite land er det begrenset hvor mye pengepolitikken i Norge kan avvike fra de store landene uten at det blir uønskede effekter på valutakursen. Det varierer også over tid. Etter oljeprisfallet i 2013 synes interessen for den norske kronen som et investeringsobjekt å ha falt, men det kan endre seg. I 2018–19 var det mulig for Norges Bank alene å heve renten uten at det førte til uønskede utslag i kronekursen. Rentehevingene førte til en klar demping av prisveksten på boliger og i husholdningenes gjeldsvekst.

Som et av få land i den vestlig verden har Norge et stort finanspolitisk handlingsrom og trenger derfor ikke å overbelaste pengepolitikken. I 2020 ble det, for å motvirke de økonomiske effektene av Covid-19-pandemien, satt inn svært sterke finanspolitiske tiltak, betydelige sterkere enn de som ble foreslått av regjeringen. Det samme ser ut til å bli tilfellet i 2021. Når de vedtatte finanspolitiske stimulansene ble vesentlig sterkere enn antatt da renten ble satt ned til null, og etter at det kom en fornyet sterk oppgang i boligpriser og gjeldsnivå, kunne en tenkt seg at Norges Bank hadde korrigeret renten litt opp igjen. Det ligger i Norges Banks mandat, at dersom Stortinget også fremover vedtar vesentlig mer ekspansive statsbudsjetter enn det regjeringen foreslår, skal, hvis alt annet er likt, renten justeres opp.

Så langt det er tilrådelig ut fra kronekursen og konkurranseevne bør man i årene fremover sikte mot å få den underliggende realrenten noe opp. Det kan skje ved at ansvaret for konjunkturtiltak, ikke bare i kriser som nå og under finanskrisen, skyves noe mer over på regjeringen og finanspolitikken. Sterk gjelds- og boligprisvekst fra allerede høye nivåer når renten settes ned, bør sees på som indikatorer på at en lener seg for mye på pengepolitikken.

Ansvaret for de negative konsekvensene av at rentene over lang tid holdes svært lave, er uklart. Norges Bank har stort sett et perspektiv på 1–3 år hvor inflasjon, kapasitetsutnyttelse og finansiell stabilitet veies opp mot hverandre ved rentesettingen. Regjeringen legger stort sett bare til grunn det Norges Bank gjør, og de rentebaner sentralbanken utarbeider. Ingen tar et overordnet ansvar for om svært lave renter over lang tid får konsekvenser for produktivitsveksten, eller vurderer risikoen ved å komme i en lavrentefelle slik at pengepolitikken brukes opp som et stimulerende virkemiddel.

Finansdepartementet har det overordnede ansvaret for den økonomiske politikken og bør derfor ta det ansvaret. Dersom renten har ligget svært lavt for lenge, kan Finansdepartementet signalisere at finanspolitikken fremover vil ta et større ansvar for konjunkturforløpet, slik at renten kan justeres noe opp. Senest i Perspektivmeldingen 2021 som ble publisert 12. februar 2021, blir det vist hvordan produktivitsveksten har falt, og hvor viktig det er at det føres en politikk som ikke bremses den ytterligere, men heller stimulerer til høyere produktivitsvekst.

Civita er en liberal tankesmie som gjennom sitt arbeid skal bidra til økt kunnskap og oppslutning om liberale verdier, institusjoner og løsninger, og fremme en samfunnsutvikling basert på respekt for individets frihet og personlige ansvar. Civita er uavhengig av politiske partier, interesseorganisasjoner og offentlige myndigheter. Den enkelte publikasjons forfatter(e) står for alle utredninger, konklusjoner og anbefalinger, og disse analysene deles ikke nødvendigvis av andre ansatte, ledelse, styre eller bidragsytere. Skulle feil eller mangler oppdages, ville vi sette stor pris på tilbakemelding, slik at vi kan rette opp eller justere.

Ta kontakt med forfatteren på steinar@civita.no eller civita@civita.no.

Sluttnoter

- 1 Se drøfting av nøytralrenten og likevektsrenten, som også kalles den naturlige renten, i foredrag av daværende visesentralbanksjef i Norges Bank Jarle Berge 19. oktober 2003. <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Foredrag-og-taler/2003/2003-10-19/>
- 2 Bergeaud, Antonin; Cette, Gilbert;& Lecat, Rémy: "The Circular Relationship Between Productivity Growth and Real Interest Rates", Working Paper 734, Banque de France, October 2019. https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/wp_734.pdf
- 3 Se blant annet: Barnichon, Regis; Matthes, Christian og Sablik, Tim: «Are the Effects of Monetary Policy Asymmetric?» Economic Brief, Federal Reserve Bank of Richmond, mars 2017. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/frbrich/econbrief/frbrich_eb_17-03.pdf
- 4 Se for eksempel: O'Farrell, Rory; Rawdanowicz, Łukasz og Inaba, Kei-Ichiro: "Monetary Policy and Inequality" OECD Economics Department Working Papers No. 1281, 2016. https://www.oecd-ilibrary.org/economics/monetary-policy-and-inequality_5jm2hz2x9hxr-en
- 5 Bartscher, Alina; Kuhn, Moritz; Schularick, Moritz and Wachtel, Paul: "Monetary Policy and Racial Inequality", Federal Reserve Bank of New York Staff report No. 959 January 2021. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr951.pdf
- 6 Beregningen av median realrenten før skatt tar utgangspunkt i 10 års statsobligasjoner i en gruppe land, fratrukket forventet inflasjon. Forventet inflasjon er målt som femårig glidende gjennomsnitt av årlige endringer i prisdeflatoren til BNP. Dataene omfatter følgende gruppe land: Australia, Belgia, Canada, Danmark, Finland, Frankrike, Italia, Japan, Nederland, Norge, Portugal, Spania, Storbritannia, Sverige, Sveits, Tyskland og USA. Figuren gjengir median av realrenten i disse landene.
- 7 Gamber, Edward N.: "The Historical Decline in Real Interest Rates and Its Implications for CBO's Projections". Working Paper 2020-09. Congressional Budget Office, Washington, D.C, December 2020. <https://www.cbo.gov/publication/56891>
- 8 Tease, Waren; Dean, Andrew; Elmskov, Jorgen and Hoeller, Peter: "Real interest rate trends: The influence of Saving, Investment and other factors". OECD Economic Studies No 17, Autumn 1991. <https://www.oecd.org/economy/outlook/34258550.pdf>
- 9 Mascaro, Angelo: "Using the Natural Rate Concept to Assess the Consistency of Projections Ten Years Ahead for Real Interest Rates and Inflation." Technical Paper Series Congressional Budget Office, 2004-5. <https://www.cbo.gov/publication/15469>
- 10 Se foredraget til visesentralbanksjef Jarle Berge referert til fotnote 1
- 11 Ophanides, Athanasios: "Is monetary policy overburdened?" BIS Working Paper No 435, December 2013.
- 12 Se fotnote 2.
- 13 Se blant annet: "Zombie credit and (dis-)inflation: Evidence from Europe". Viral V. Acharya Matteo Crosignani Tim Eisert Christian Eufinger. NBER Working Paper 27158, May 2020. Eller: McGowan, Adalet Müge; Andrews, Dan; and Valentine Millot: "The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries". ECO/WKP(2017)4, OECD 10. Jan 2017. <http://www.oecd.org/economy/growth/The-Walking-Dead-Zombie-Firms-and-Productivity-Performance-in-OECD-Countries.pdf>
- 14 Barnichon, Regis; Matthes, Christian og Sablik, Tim: «Are the Effects of Monetary Policy Asymmetric?» Economic Brief, Federal Reserve Bank of Richmond, mars 2017. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/frbrich/econbrief/frbrich_eb_17-03.pdf
- 15 Teorien om udekket renteparitet sier at avkastning på plasseringer i ulike valutaer over tid vil være lik. Når renten blir lavere på en valuta, svekkes valutaen umiddelbart, for så å styrkes over tid. Kursoppgangen skal kompensere for at den løpende renteavkastningen er lavere. Teorien bygger på forutsetningene om perfekte kapitalmarkeder og like transaksjonskostnader enten kapital plasseres i egen valuta eller en annen. I praksis har teorien vært vanskelig å etterprøve fordi valutakursene også påvirkes av en rekke andre faktorer, og fordi sammenhengene mellom slike faktorer og kursene er ustabile over tid.

- 16 Jansen, Eiliv S.: "Wealth effects on consumption in financial crises: the case of Norway" SSB Discussion Papers 616, April 2010. <https://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/DP/dp616.pdf>
- 17 Investeringsfunksjonene i Statistisk sentralbyrås makroøkonomiske modeller KVARTS og NORA er av denne typen funksjoner. Se ellers: Cloyne, James; Ferreira, Clodomiro; Froemel, Maren and Surico, Paolo: "Monetary Policy, Corporate Finance and Investments." May 2020. <https://drive.google.com/file/d/1LFSdv6hK1UZPC6J57vE3JvwTRFkodulY/view>
- 18 Berg, Oddmund; von Brasch, Thomas; Ådne, Cappelen; Holm, Martin B.; Raknerud, Arvid; Tretvoll, Håkon og Vigtel, Trond C: «Drivkrefter bak svak etterspørsel i økonomien». SSB-rapporter 2020/32. <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/attachment/431075?ts=17472ce3de8>. Thomas von Brasch har i email opplyst at den direkte effekten at rentekuttene på næringsinvesteringene i fastlands-Norge er anslått til kun å utgjøre 30 prosent av den samlede effekten de angir i rapporten.
- 19 Hambur, Jonathan and La Cava, Gianni: "Do Interest Rates Affect Business Investment? Evidence from Australian Company-level Data" Research Discussion Paper 2018-5, Reserve Bank of Australia. <https://www.rba.gov.au/publications/rdp/2018/pdf/rdp2018-05.pdf>
- 20 Se: Tease, Waren; Dean, Andrew; Elmskov, Jorgen and Hoeller, Peter: "Real interest rate trends: The influence of Saving, Investment and other factors". OECD Economic Studies No 17, Autumn 1991. <https://www.oecd.org/economy/outlook/34258550.pdf>
- 21 Anundsen, André K. «Nordic House Price Bubbles?» Housing Lab Working Paper Series 2020/4, Oslo Met 5. oktober 2020. <https://housinglab.oslomet.no/wp-content/uploads/2020/10/WP4.pdf>
- 22 Se fotnote 18.
- 23 Statsbudsjettets balanse renses for inntekter fra oljesektoren, oljefondet og Norges Bank, og korrigeres for effekter av konjunktursituasjonen, samt andre spesielle faktorer.
- 24 Se: «OECD at 50. Evolving Paradigms in Economic Policy Making» <http://www.oecd.org/economy/outlook/48010330.pdf>
- 25 Se for eksempel https://www.bls.gov/opub/mlr/2015/beyond-bls/fiscal_impetus_and_the_great_recession.htm
- 26 Målt med den importveide kroneindeksen I-44. Data finnes på Norges Banks hjemmeside. <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=144>
- 27 Hvis boliglånsrenten senkes fra 3 til 1 ½ prosent kan en låntager doble bolig gjelden uten å betale mer i renter. Senkes boliglånsrenten fra 6 til 4 ½ prosent kan låntageren bolig gjeld bare økes med 1/3 del før renteutgiftene blir høyere.

Forsidebilde/illustrasjon: istockphoto.com/alexsl