

Arne Jon Isachsen
Norges Bank
16. februar 2018

NORGES BANK I STØPESKJEEN

- Komite for pengepolitikk og finansiell stabilitet?
- Bare eksterne medlemmer i Hovedstyret og bort med Representantskapet?
- Fra NBIM til NGIM?
- Et nytt prinsipal-agent problem
- Motsyklisk buffer – hvem skal bestemme?
- Inflasjonsstyring – har vi egentlig det?
- Lovfesting av etablert praksis?
- Mer om særlovselskap for SPU
- Skal – skal ikke?
- Hva bestemmer valutakursen?
- For store ambisjoner?

To år tok utredningen. Solid arbeid.
Viktig med debatt.

Poenget er ikke å ha rett, men at det blir rett.

NOU-en har godt med stoff som egner seg i undervisningen.
I den grad masterstudenter i økonomi fremdeles forventes å kunne
noe om virkeligheten.

Komite for pengepolitikk og finansiell stabilitet?

Ny komite med “ansvar for bruken av virkemidler for å nå mål i pengepolitikk og for finansiell stabilitet”.

Den kan “i særlige tilfeller fravike vedtak eller retningslinjer truffet av styret (for Norges Bank)”.

Tre fra Norges Bank og to eksterne.

Tar teknokratene over?

Bare eksterne medlemmer i Hovedstyret og bort med Representantskapet?

Men det vil ikke Representantskapet.

Strider i mot Grunnlovens paragraf 75 C.

”... tilkommer Stortinget å føre oppsyn med riktes pengevesen”.

Professor Eivind Smith: ”... systemet Gjedrem-utvalget foreslår, vil innebære at all informasjon blir kanalisert gjennom departementet og til dels vil handle om dets egen utøvelse av tilsynsansvaret”.

Høringsuttalelsen til Rep. skapet: ”Ingen kan føre tilsyn med seg selv”.

Representantskapet funnet frem til bedre arbeidsform senere år.

Fra NBIM til NGIM?

Statens pensjonsfond utland (SPU) – eller Oljefondet – vil Gjedrem-utvalget flytte ut av Norges Bank.

Etablere Norwegian Government Investment Management (NGIM), som eget særlovselskap, på linje med Folketrygdfondet.

“At noe har legitimitet, innebærer at det er bredt akseptert i folket”

Redd for at legitimiteten kan komme i spill ved NGIM.

Et nytt Prinsipal – Agent problem

FIN som eier SPU, intet PA-problem vis-a-vis NB. Tenker temmelig likt. Hovedstyret i Norges Bank har PA-problem vis-a-vis NBIM.

NGIM, et PA-problem til, for FIN vis-a-vis styret for SPU (NGIM).

Kommer ikke utenom at en av dem (FIN/NB) må sitte nær til forvalterselskap.

Er ikke Norges Bank best egnet her?

Har ikke Finansråden nok spenn i ansvar og oppgaver som det er?

For FIN – en styrke å kunne støtte seg på NBs autoritet når det røyner på NGIM vil aldri kunne matche dette.

Svein Gjedrem: Eget styre for Oljefondet (SPU) *oppnevnt av regjeringen.*

Idar Kreutzer: Kapitalforvaltningsstyre, *oppnevnt av Norges Banks styre.*

Hovedstyret i Norges Bank mottar

”... SPU-mandatet fra Finansdepartementet, delegerer dette til kapitalforvaltningsstyret og rapporterer til departementet om forvaltningen av fondet. Da vil Finansdepartementet kun forholde seg til ett styre i Norges Bank, som vil ha et overordnet ansvar for hele virksomheten.”

Motsyklisk buffer – hvem skal bestemme?

NOU-en: Sentralbanken skal analysere og treffe beslutninger om motsyklisk bufferfondkrav. Finanstilsynet gir råd. Banken vil ikke “... ha noen formell plikt til å forklare alle avvik eller uenigheter med Finanstilsynet” (s. 341).

Gjedrem 2010: Finanstilsynet bestemmer makrotilsyn. Om Finanstilsynet ikke følger rådene som gis av Norges Bank, “... må det begrunnes særskilt, og begrunnelsen må gjøres offentlig kjent”, heter det i foredraget.

Morten Baltzersen: Makrotilsyn er naturlig integrert i mikrotilsynet. Det krever koordinering av ulike virkemidler. Mikrotilsyn er Finanstilsynets oppgave.

Ergo – makrotilsyn bør også ligge under Finanstilsynet.

Inflasjonsstyring – har vi egentlig det?

Sentralbanksjefen i sin årstale for 2002:

“Partene i arbeidslivet, næringslivet, handelens folk, låntakere og investorer kan legge til grunn at inflasjonen blir 2,5 prosent.”

Men kan de det?

Fått et mer avslappet forhold til inflasjonsstyring.

Vurdere inflasjonsstyring mer som et rammeverk for en god pengepolitikk.

Bankens egen prognose par år frem, inflasjon under måltallet på 2,5 prosent.

Lovfesting av etablert praksis?

Lovfeste det etablerte mantra at SPU skal ta sikte på å oppnå høyest mulig avkastning med en forsvarlig risiko og en ansvarlig forvaltning.

Lovfeste én utbetaling i året – til saldering av statsbudsjettet

Handlingsregelen derimot, vil man ikke lovfeste.

Handlingsregelen skal utnyttes klokt og med noe fleksibilitet. Det oppnår man ikke med lovfesting. Her er behov for “kløktig skjønn”.

Mer om særlovselskap for SPU

Mantra for NBIM er *god avkastning for moderat risiko*. Usikkerheten rundt hvilken kultur som vil bli etablert med Oljefondet forvaltet utenfor Norges Bank, innebærer at man legger bort dette mantra

ved vurdering av forvaltningen som sådan.

Problem NOU-en: Makter ikke å tegne et bilde av situasjonen som tilsier de til dels drastiske tiltakene som foreslås.

If it ain't broke, don't fix it.

Neste lysark – KLP sin vurdering om hvorvidt man skal ta inn private equity (PE) i fonds.

Skal – skal ikke

+

**Økt investeringsunivers –
bedre portefølje**

Bedre grunnlag for å generere alfa

- Mindre effisient marked
- Noe annet enn tradisjonell aktiv forvaltning

Likviditetspremie

- Fornuftig for et fond med lang horisont

Stordriftsfordeler

- Fondet får tilgang på det meste – både fond og personal
- Bør være mulig med kostnadseffektiv forvaltning

De fleste store fond har PE

÷

ESG / omdømme problematikk

- Store eierandeler - mer synlig og lettere gjenstand for kritikk
 - Men; Også større muligheter til å påvirke
- Begrenset åpenhet rundt fondenes investeringer
- Dårlig likviditet - vanskelig å komme ut av posisjoner

Avkastning er ikke så god som du tror

- Risikojustert avkastning – risikoen er undervurdert
- Høye kostnader

Størrelse til fondet

- Blir en svært begrenset eksponering?
- Må ta «alt» for å få en viss eksponering?

PRIVAT foretak, annen vektlegging av risiko og omdømme enn SPU.
SPU er langt mer utsatt dersom omdømme kommer i spill.

Det er legitimiteten som det norske folk har til SPU, det går om.

I den sammenhengen blir noen basispunkter mer (eller mindre)
ved inkludering av unoterte papirer og PE for småpoteter å regne.

Hva bestemmer valutakursen?

Meese & Rogoff fra 1983 står seg fortsatt (*min kursivering*):

“This study compares the out-of-sample forecasting accuracy of various structural and time series exchange rate models. We find that a random walk model performs as well as any estimated model at one to twelve month horizons for the dollar/pound, dollar/mark, dollar/yen and trade-weighted dollar exchange rates. The candidate structural models include the flexible-price (Frenkel-Bilson) and sticky-price (Dornbusch-Frankel) monetary models, and a sticky-price model which incorporates the current account (Hooper-Morton). *The structural models perform poorly despite the fact that we base their forecasts on actual realized values of future explanatory variables.*”

The General Theory of Exchange Rate Determination remains to be written.
Og likevel, noe må vi mene. Pengepolitisk rapport, juni 2017:

“Kronekursen styrket seg gjennom fjoråret i takt med at oljeprisen steg og rentedifferansen mot våre handelspartnere økte.”

At høyere oljepris gir sterkere krone, virker intuitivt rimelig.

At økt rentedifferanse mot handelspartnerne bør føre til sterkere krone – er mer krevende. En heving av renten i Norge fører til en umiddelbar appresiering av den norske kronen (Dornbusch, 1976). Det gir rom for depresiering av kronen mot euro slik at avkastningen i de to valutaene, målt i samme valuta, blir den samme. Udekket renteparitet (URP) kalles det.

Viktig å skille mellom en *heving av renten* og en *høy rente*. At en *høy rente* skal styrke valutaen, er ikke forenlig med udekket renteparitet.

Men holder URP i praksis?

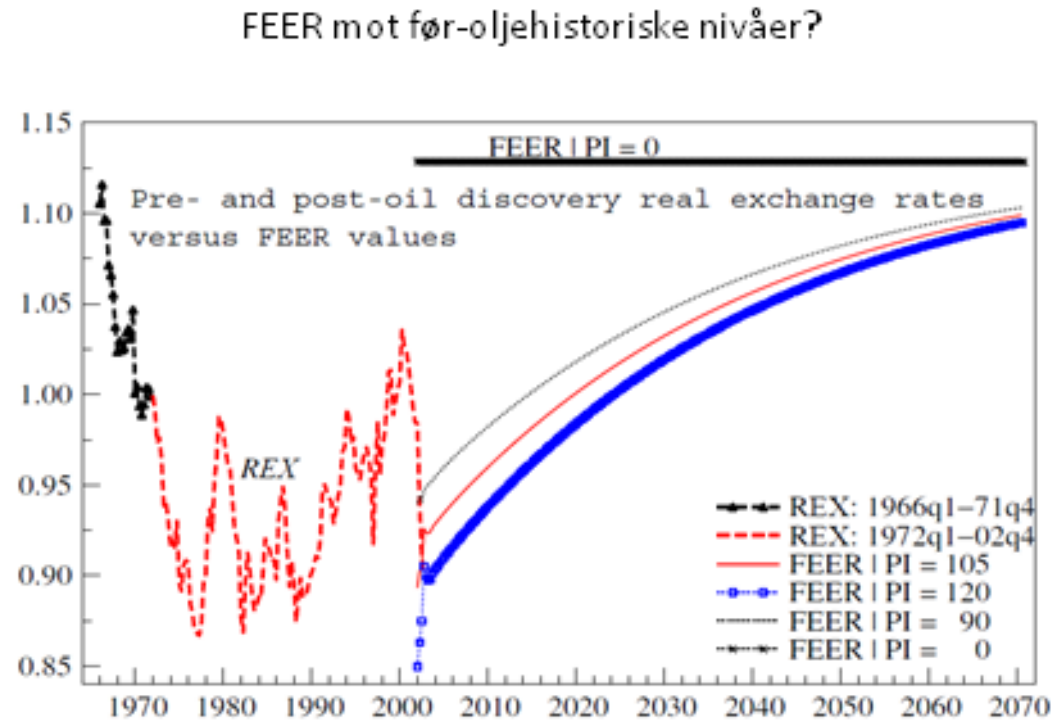
Burnside mfl. (2008), “carry trade” gjennomført på månedsbasis for tyve valutaer over perioden 1976–2007 gav en “excess return” på i snitt rundt fem prosent.

Således har sentralbanker mye for seg når de hevder at høy rente gir sterk valuta. Men utsagnet er temmelig ugreit, rent teoretisk.

Forutsetning som gjøres i de mange makromodeller, nemlig at terminkursen er estimat på fremtidig spotkurs, treffer dårlig.

Norges Bank vil aldri ha sikker kunnskap om hva som vil skje med valutakursen når banken endrer renten.

Man kan trolig påvirke valutakursen også ved *historiene som sentralbanken forteller*. Svein Gjedrem brukte paper av Farooq Akram (2004) her, der denne grafen står sentralt.



“However, the FEER depreciates steadily over time with growth in imports relative to petroleum revenues and converges towards the rate that balances foreign trade. A permanently strong FEER presupposes that e.g. imports stay constant over time.”

For store ambisjoner?

Steinar Holden, for Norges Bank bør målene om lav inflasjon og høy sysselsetting være sideordnede. Men bare lav inflasjon bør være et ansvar for Norges Bank, fordi banken "... har tilstrekkelig virkemidler til å kunne nå dette målet på mellomlang eller lang sikt".

Hva gjelder høy sysselsetting kan dette "... ikke være et ansvar for sentralbanken, fordi pengepolitikken bare er en av mange ulike faktorer som bestemmer sysselsettingsnivået".

Noen vil vel mene at et mål du har ansvar for alene, også må ha høyere prioritet enn et mål du deler ansvar med andre for å innfri.