

Makroregulering og pengepolitikk

Foredrag av sentralbanksjef Øystein Olsen i regi av Senter for monetær økonomi (CME) / Handelshøyskolen BI, mandag 7. oktober 2013.

Det tas forbehold om endringer under fremføringen.

Den økonomiske utviklingen internasjonalt de siste årene har utfordret rammeverket for den økonomiske politikken. Én viktig lærdom fra finanskrisen er at det finansielle systemet må reguleres bedre. Særlig må makroperspektivet styrkes. Rammeverket for makroregulering er derfor i utvikling i mange land, også i Norge. Erfaring tilsier imidlertid at det er svært vanskelig å forutse og forhindre finansielle kriser. Målsettingen for makroregulering er både å dempe sannsynligheten for at kriser inntreffer, og å motvirke skadevirkninger i det finansielle systemet.

En beslektet problemstilling er hvordan pengepolitikken skal forholde seg til finansielle ubalanser, og mer spesifikt, hvilken betydning de nye verktøyene for makroregulering vil ha for pengepolitikken. Samtidig er utøvelsen og kommunikasjonen av pengepolitikken i utvikling både ute og her hjemme. I Norges Bank setter vi nå i gang et større forskningsprosjekt med sikte på å videreutvikle rammeverket for fleksibel inflasjonsstyring. Jeg kommer tilbake til dette mot slutten.

Norges Bank skal gi Finansdepartementet et konkret råd om en motsyklisk kapitalbuffer. Jeg kommer derfor til å bruke noe tid på å grunngi hvorfor det er nødvendig med en slik buffer, og mer generelt, hvorfor det er behov for regulering av bankene. Så vil jeg komme inn på samspillet med pengepolitikken, og si litt om noen av de utfordringene pengepolitikken står overfor i kjølvannet av finanskrisen.

Hvorfor kapitalregulering?

Et velfungerende finansmarked er en forutsetning for nær sagt all annen økonomisk aktivitet i en markedsbasert økonomi. Banker har en sentral rolle. De formidler penger fra de som sparer til de som investerer. Bankene vurderer hvem som bør få lån og følger opp låntagerne og deres prosjekter. Det er en oppgave småsparere vanskelig kan ta på seg.

Robuste banker og godt bankhåndverk er viktig for en god og stabil økonomisk utvikling. Ender bankene opp med for lite egenkapital etter store tap i dårlige tider, må de stramme inn på kredittgivingen. Det kan bidra til å forsterke nedgangen, slik vi nå ser i flere europeiske land.

Sammenlignet med andre foretak har banker lite egenkapital. Det er ofte dyrere for bankene å finansiere utlån med egenkapital enn med innskudd og innlån fra markedet. Innskudd gir folk rask tilgang til sine midler. Mange innskudd er også dekket av en innskuddsgaranti. Innskyterne godtar derfor en forholdsvis lav rente. Forsikringspremien bankene betaler for innskuddsgarantien, avhenger i liten grad av risikoen banken tar. I tillegg kan investorer forvente at myndighetene vil støtte banker i problemer. De kan derfor ta til takke med lavere

avkastning. Resultatet er for lav prising av risiko. Følgelig kan også risikoen som tas, bli for høy.

Lav egenkapitalandel gir dårlig evne til å tåle tap. Samtidig forsterkes insentiver til å ta risiko. Eierne kan ikke tape mer enn egenkapitalen, men kan potensielt få høy avkastning på egenkapitalen de har investert. Bankenes eiere mangler insentiver til å ta fullt hensyn til risikoen de påfører kreditorene i banken.

For å unngå at banker holder for lite egenkapital, er de underlagt kapitalkrav. Hver enkelt bank bør holde kapital som står i forhold til risikoen banken står overfor. Dette er grunnlaget for mikroregulering av bankene.

Men selv om hver enkelt bank alene synes solid, kan banksystemet som helhet være sårbart. Risikoen i systemet har flere kilder. Eksternaliteter mellom banker er en viktig kilde. Banker har eksponeringer mot hverandre og kan påføre hverandre tap direkte. Bankene kan også påføre hverandre store tap indirekte hvis de har felles eksponeringer utenfor banksystemet. Det så vi tydelig under finanskrisen. Når en bank blir tvunget til å selge unna eiendeler, faller disse eiendelene i verdi. Det svekker balansen til andre banker som sitter med samme type eiendeler.

Figur: Kreditt som andel av BNP

Systemrisiko oppstår også fra eksternaliteter i samspillet mellom realøkonomien og det finansielle systemet. Finansielle kriser oppstår som regel etter en runddans hvor kreditt, eiendomspriser og etterspørsel etter varer og tjenester trekker hverandre opp til det brister. Hvert enkelt utlån bidrar lite til den samlede risikoen, men etterhvert som gjeldsbelastningen øker, blir økonomien gradvis mer sårbar for forstyrrelser. Figuren her viser at også i Norge har perioder med særlig sterk kredittvekst blitt avbrutt av finansielle kriser. De realøkonomiske tapene som fulgte, har vært store.

I forkant av både bankkrisen på 1990-tallet og finanskrisen var utlånsveksten langt høyere enn veksten i innskudd. Bankene finansierte i økende grad sine utlån med kortsiktig markedsfinansiering. Det økte sårbarheten i selve banksystemet. Markedsfinansiering faller ofte bort eller blir vesentlig dyrere i urolige tider.

Bankregulering må derfor også ha et makroperspektiv. Målet er å dempe oppbygging av systemrisiko og sørge for at banksystemet som helhet er robust overfor forstyrrelser. I mange land etableres det nå rammeverk for makroregulering, og det arbeides med å få på plass virkemidler. I Norge er finansieringsvirksomhetsloven nylig blitt endret, med virkning fra juli i år. Endringene er i tråd med EUs nye regelverk. Den nye loven fastsetter høyere kapitalkrav for norske banker og inkluderer en motsyklisk kapitalbuffer. Endringene i loven gir også Finansdepartementet hjemmel til å utarbeide forskrifter om andre virkemidler i makroregulering.

Helst bør slike virkemidler virke direkte på kilden til økt systemrisiko. Det er dette prinsippet som brukes når avgifter legges direkte på bruk av miljøskadelige produkter. Men i praksis er dette vanskelig å få til i finanssystemet. Systemrisikoen kan være vanskelig å fange opp og ha mange kilder. Finanssystemet og samspillet med realøkonomien er komplekst, og problemer

smitter på tvers av land. Finanskrisen ga oss en tydelig påminnelse om det. Vi har tidligere erfart at deler av finanssektoren finner måter å omgå reguleringer på. Det kan oppstå nye kilder og former for systemrisiko. Det er vanskelig å tenke seg virkemidler som fullt ut hindrer utvikling av finansielle kriser. Men det er uansett fornuftig å gjøre bankene mer robuste mot tap når systemrisikoen øker. Det er hovedformålet med den motsykliske kapitalbufferen.

Den motsykliske kapitalbufferen

Det er flere nye krav til kapitaldekning i det nye rammeverket. Nye bufferkrav kommer i tillegg til minstekravet til ren kjernekapitaldekning. Når bankene ikke oppfyller bufferkravene, vil de møte begrensninger på utdeling av utbytte og bonuser.

Figur: Nye krav til ren kjernekapitaldekning i norske banker

Bevaringsbufferen er permanent og uavhengig av systemrisiko. Systemrisikobufferen skal møte en mer vedvarende systemrisiko og gjelder for alle norske banker. I tillegg vil de største bankene få krav om en særskilt kapitalbuffer. Finanstilsynet skal innen 1. november i år vurdere kriterier for å peke ut systemviktige finansinstitusjoner. Vurderingene gjøres i samarbeid med Norges Bank. [\[1\]](#)

Den motsykliske kapitalbufferen skal holdes mot systemrisiko som varierer over tid. Kravet til bufferen skal vurderes hvert kvartal og vil normalt ligge mellom 0 og 2,5 prosent av beregningsgrunnlaget.

Kongen i statsråd fastsatte 4. oktober forskrift om motsyklisk kapitalbuffer. Norges Bank skal utarbeide et beslutningsgrunnlag og gi Finansdepartementet råd om kravet til en slik buffer fire ganger i året. I dette arbeidet skal Norges Bank og Finanstilsynet utveksle relevant informasjon og vurderinger. Norges Bank har siden mars i år i Pengepolitisk rapport publisert en vurdering av behovet for en motsyklisk buffer samtidig med vurderingen av pengepolitikken. Vi vil gi vårt første råd om nivået på bufferen til Finansdepartementet i forbindelse med vår neste Pengepolitiske rapport i starten av desember.

Figur: Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer

I tråd med formålet har Norges Bank formulert tre kriterier for fastsetting av en motsyklisk buffer. Bufferen bør sikre at bankene blir mer robuste i gode tider. Bufferkravet bør ses i lys av andre krav til bankene, særlig når nye krav introduseres. Et hovedformål med kapitalbufferen er å bidra til at tilbakeslag i det finansielle systemet lindres.

Historien viser at grunnlaget for bankkriser legges i oppgangstider. Når finansielle ubalanser bygges opp, øker sannsynligheten for store tap i hele banksystemet. I en situasjon med store tap kan knapphet på egenkapital tvinge bankene til å holde igjen på lån til husholdninger og foretak. Det vil forsterke en økonomisk nedtur. Bankene bør derfor holde større kapitalbufferer når finansielle ubalanser bygges opp eller har bygd seg opp.

Figur: Nøkkellindikatorer

Rådet fra Norges Bank vil som hovedregel ta utgangspunkt i fire nøkkelindikatorer: Samlet kreditt som andel av BNP for Fastlands-Norge, andelen markedsfinansiering i norske kredittinstitusjoner, boligpriser i forhold til disponibel inntekt, og salgspriser på næringsseiendom.

Både økonomisk teori og historiske erfaringer fra mange land gir oss grunnlag for å mene at indikatorene fanger opp systemrisiko. I figuren viser vi indikatorene sammen med en beregnet trend og et gjennomsnitt.[\[2\]](#) Jo større positivt gap over trend, dess sterkere er signalet om sårbarhet og ubalanser.

I tråd med anbefalingene fra Baselkomiteen for banktilsyn og fra EU-kommisjonen skal det ikke være en mekanisk sammenheng mellom utviklingen i indikatorene og Norges Banks råd om den motsykliske bufferen. Rådet vil bygge på bankens faglige skjønn, og vi vil også vurdere andre forhold enn de nevnte indikatorene. Vektleggingen av ulike indikatorer vil kunne variere. Etter hvert som vi vinner ny innsikt og høster nye erfaringer, kan utvalget av indikatorer videreutvikles.

Usikkerheten og hensynet til robusthet tilsier at bufferen ikke uten videre trappes ned selv om det er tegn til at finansielle ubalanser skulle avta. I perioder med vedvarende utlånsvekst og lave tap, vil det normale være at bankene holder en motsyklisk buffer.

Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene skal den motsykliske bufferen kunne tæres på. Virker bufferen etter hensikten, vil bankene da stramme mindre inn på sine utlån. Det vil kunne motvirke at bankenes utlånspraksis forsterker et tilbakeslag i økonomien. De fire nøkkelindikatorene er lite egnet til å gi signaler om når bufferkravet skal senkes. Annen informasjon, som uro i markedene og utsikter til tap i bankene, vil være mer relevant.

Gevinsten av å pålegge bankene et høyere kapitalkrav må veies mot eventuelle kostnader som den motsykliske bufferen påfører økonomien. Flere analyser, blant annet i regi av Baselkomiteen for banktilsyn, gir grunn til å tro at høyere kapitalkrav på lengre sikt ikke vil ha vesentlige, varige kostnader for økonomien.[\[3\]](#) På kort sikt kan økte kapitalkrav gi noe lavere vekst i kreditt og samlet verdiskaping. Analyser som er foretatt i Norges Bank med norske data, finner tilsvarende mønster.[\[4\]](#)

Når kredittveksten er sterk, kan økt buffer bidra til å bremse oppbygging av finansielle ubalanser. Men øker kapitalkravene til bankene for raskt, kan resultatet bli en for kraftig innstramning i kreditten. Nivået på bufferen må derfor vurderes i lys av de øvrige kapitalkravene.

Beslutningsgrunnlaget for å fastsette den motsykliske kapitalbufferen er i tråd med det internasjonale regelverket fra Baselkomiteen og EU. I EU har ESRB (European Systemic Risk Board) ansvaret for å lage retningslinjer for EU-landene. Norges Bank og Finanstilsynet er invitert med i sentrale komiteer og arbeidsgrupper under ESRB for å bistå med utviklingen av dette regelverket.

Hvordan et økt bufferkrav påvirker økonomien, avhenger av hvordan bankene tilpasser seg. Bankene kan grovt sett øke kapitaldekningen på to måter. De kan legge til mer egenkapital, eller redusere beregningsgrunnlaget for kapitalkrav.

Bankene kan legge til mer egenkapital ved å hente ny egenkapitalfinansiering eller ved å øke inntjeningen og holde tilbake utbytte. Når det er dyrere å finansiere utlån med egenkapital enn med innskudd og annen gjeld, vil en heving av bufferkravet øke bankenes finansieringskostnader. Kostnadene vil i noen grad veltes over på kundene og bidra til å bremse etterspørselen etter kreditt.

Bankene kan også redusere beregningsgrunnlaget for å bedre kapitaldekningen. Det kan gjøres på to måter. Bankene kan redusere utlånsvolumet. Bankene kan også vri sammensetningen av utlån mot utlån med lavere risikovekt. Det kan i så fall bety å stramme inn på kreditt til foretak og øke kreditten til husholdninger.

Figur: Utvikling i ren kjernekapitaldekning

Norske banker er på god vei til å tilpasse seg nye og høyere kapitalkrav, inklusive en motsyklisk buffer. Bankenes resultatutvikling tyder på at bankene kan øke sin rene kjernekapitaldekning med rundt 1 prosentenheter i året og samtidig opprettholde utlånsveksten.[\[5\]](#)

Kapitalkrav og pengepolitikk

Den motsykliske bufferen og styringsrenten er to virkemidler med forskjellige mål. Den motsykliske bufferen skal gjøre bankene mer robuste og bedre rustet til å møte tap i en lavkonjunktur. Pengepolitikkenes hovedoppgave er å sikre lav og stabil inflasjon. Styringsrenten skal settes med sikte på at inflasjonen er nær 2,5 prosent over tid uten at det oppstår for store svingninger i produksjon og sysselsetting. Pengepolitikken skal også være robust og ta hensyn til faren for at finansielle ubalanser i økonomien bygger seg opp.

Selv om målene er forskjellige, virker begge virkemidlene gjennom bankenes tilpasning. Størrelsen på den motsykliske bufferen kan derfor få betydning for utformingen av pengepolitikken. Økte bufferkrav kan gjøre at bankene tar høyere utlånsmarginer eller begrenser tilgangen på kreditt på andre måter. Dempet vekst i utlån bremser den økonomiske aktiviteten. Det vil i sin tur bidra til lavere inflasjon. En økning i kapitalkravene som gir økende utlånsmarginer, trekker derfor isolert sett i retning av lavere styringsrente. Andre utviklingstrekk ved økonomien kan forsterke eller bremse dette utslaget.

La meg bruke en nyutviklet versjon av vår modell for norsk økonomi, NEMO, til å illustrere dette nærmere. I denne utgaven av NEMO modelleres kredittmarkedet eksplisitt.[\[6\]](#) Husholdninger og foretak kan ta opp lån i banker, men er avhengig av egenkapital. For husholdningene er verdien av egen bolig viktig som pant. En økning i boligprisene kan dermed gi husholdningene anledning til å ta opp mer gjeld. Denne mekanismen er et eksempel på det som i litteraturen omtales som en finansiell akselerator. [\[7\]](#) I modellen står bankene også overfor kapitalkrav som påvirker deres kapitalkostnader.

Figur: Lave renter ute og økte utlånsmarginer i banker i Norge

La oss ta utgangspunkt i følgende situasjon, som har fellestrekk med de siste års økonomiske utvikling. Utenlandske renter har falt og det er utsikter til at de forblir lave i en lengre

periode. Samtidig har det en stund vært utsikter til økte kapitalkrav for bankene. Bankene har på denne bakgrunn økt sine utlåsmarginer.

Figur: Lavere renter ute og økte kapitalkrav

I denne figuren har vi brukt NEMO-modellen til å analysere hvordan disse faktorene påvirker økonomien, herunder rentesettingen. Lave renter ute gir større renteforskjell mot utlandet. Det trekker i retning av en sterkere kronkurs, som på sikt vil gi lavere inflasjon og produksjon. Samtidig bygger bankene opp kapitalen gjennom blant annet å holde utlåsmarginene høyere enn normalt i en periode.

Økte utlåsmarginer og utlånsrenter demper aktivitets- og prisveksten. Både økte utlåsmarginer og lavere renter ute tilsier en lavere styringsrente her hjemme.

I dette scenariet ser vi at sentralbanken setter styringsrenten ned, men mindre enn nedgangen i de utenlandske rentene. Derfor vil kronkursen styrke seg. Det gir lavere aktivitet og prisvekst på kort sikt, men etter hvert vil lavere styringsrente og litt lavere utlånsrente i bankene føre til at kapasitetsutnyttningen tar seg opp og prisveksten kommer tilbake. Publikum opplever likevel bare en begrenset nedgang i utlånsrentene på grunn av antakelsen om høyere utlåsmarginer i bankene. Noe lavere renter og økt produksjon gir likevel økt kredittvekst.

Hvordan ville utviklingen vært hvis kapitalkravene ikke hadde blitt strammet til? Resultatene i et slikt scenario er vist med blå linjer. Uten økte kapitalkrav ville bankenes utlåsmarginer vært mer stabile.

Figur: Lavere renter ute både med og uten økte kapitalkrav

Lavere utenlandske renter tilsier at styringsrenten settes ned. Bankenes utlånsrenter følger i stor grad styringsrenten. Det gir etter hvert høyere etterspørsel og produksjon. Gjeldsveksten tiltar. Disse forholdene trekker i retning av at reduksjonen i styringsrenten nå bør være mindre enn i tilfellet med økte kapitalkrav og økte utlåsmarginer. Styrkingen av kronkursen blir følgelig mer markert. Det vil føre til et større avvik fra inflasjonsmålet. Utslagene i kapasitetsutnyttningen og kredittveksten blir også litt større. Litt forenklet kan vi si at uten økte kapitalkrav blir pengepolitikken mer krevende og den økonomiske utviklingen noe mindre balansert.

Modelleksemplet illustrerer et generelt poeng. Med flere virkemidler tilgjengelig i den økonomiske politikken kan man oppnå flere mål samtidig. Strengere kapitalkrav vil kunne påvirke pengepolitikken på flere måter. For det første vil oppbyggingen av finansielle ubalanser motvirkes når kapitalkrav eventuelt strammes til. For det andre vil den motsykliske bufferen kunne dempe utslagene i kredittgivingen fra bankene i en framtidig lavkonjunktur. For det tredje vil mer egenkapital gjøre bankene mer robuste og dermed redusere sannsynligheten for finansielle kriser.

Beregningen belyser også forhold som har vært viktige for utøvelsen av pengepolitikken i de siste årene. De lave rentene internasjonalt er en viktig forklaring på de lave styringsrentene her hjemme. Samtidig har bankene økt sine utlåsmarginer i påvente av økte kapitalkrav.

La meg understreke at kravene til kapitaldekning bare er ett av flere forhold som påvirker bankenes utlånsmarginer og renter. Og utviklingen i bankenes renter er bare én av mange faktorer som det legges vekt på når styringsrenten bestemmes. Det er derfor ikke noen entydig sammenheng mellom kapitalkrav og styringsrenten.

I beregningen så vi at det kan være riktig å sette ned renten samtidig som kapitalkravene til bankene strammes til. Men det kan også være situasjoner hvor det er riktig å øke styringsrenten samtidig som kapitalkravene for bankene strammes til. Et eksempel er om økonomien er i en høykonjunktur, hvor det er utsikter til høy inflasjon og samtidig fare for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Tilsvarende, i en kraftig lavkonjunktur med økte tap i bankene kan det være aktuelt å redusere både styringsrenten og den motsykliske bufferen.

Den motsykliske kapitalbufferen er ikke et nytt virkemiddel i konjunkturstyringen. Bufferen vil snarere variere over lengre kredittsykler enn å følge normale konjunkturbevegelser. Videre er kunnskap og erfaring med makroregulering mangelfull og i et tidlig stadium.^[8] I tillegg viser erfaringer at aktørene i finansmarkedet ofte finner måter å omgå reguleringene på.^[9] Å hensynte faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp vil derfor fortsatt være ett av kriteriene for en god rentebane og et viktig element i en robust pengepolitikk.

Rentebaner og kommunikasjon

Våre balanseproblemer i den økonomiske politikken her hjemme er fortsatt små i forhold til utfordringene internasjonalt. Styringsrenten er nær null i mange land, og flere sentralbanker har tatt i bruk utradisjonelle virkemidler. Det kan skilles mellom to hovedformer. Den første utvidelsen av pengepolitikken omtales ofte som kvantitative lettelser, eller balansepolitikk. Jeg snakket en del om dette da jeg var her for et år siden. Den andre utvidelsen handler om økt bruk av kommunikasjon rundt pengepolitikken. Dette har blitt et særlig aktuelt tema ettersom sentralbankene i USA, Storbritannia og euroområdet den siste tiden i økende grad har gitt signaler om den fremtidige renteutviklingen, såkalt «forward guidance».^[10]

I Norges Bank har vi lenge vært åpne om vårt syn på renteutviklingen fremover. Vi begynte å publisere rentebaner i 2005. Måten de store utenlandske sentralbankene nå kommuniserer pengepolitikken på har fellestrekk med vår praksis, men det er også forskjeller.

Som sentralbank kan vi påvirke de helt korte rentene i pengemarkedet ved å endre styringsrenten. De beslutningene husholdninger og bedrifter gjør om sparing, investering og konsum påvirkes imidlertid av forventningene om rentene fremover i tid, det vil si hele rentekurven. Pengepolitikken blir mer kraftfull om aktørene kjenner og forstår sentralbankens handlingsmønster. Om den økonomiske utviklingen blir annerledes enn lagt til grunn, vil hele rentekurven kunne justeres i tråd med det som må til for å oppnå målsetningene for pengepolitikken. Til sammenligning vil en lite forutsigbar sentralbank måtte endre styringsrenten hyppigere eller sterkere. Pengepolitikken blir mindre effektiv.

Publisering av anslag for renten her hjemme er et viktig ledd i arbeidet med å gjøre pengepolitikken mer forutsigbar. Samtidig redegjør vi for hvilke kriterier prognosen er basert på, og vi forklarer endringer i renteprognosen.

Figur: Endring i pengemarkedsrenten etter rentemøter

Utslag i pengemarkedsrentene på de dagene vi kunngjør hovedstyrets rentebeslutninger kan være en enkel indikator på forutsigbarheten i pengepolitikken. Ideelt sett bør disse utslagene være beskjedne. I gjennomsnitt har endringene i pengemarkedsrentene i forbindelse med rentebeslutningene vært noe lavere etter at vi begynte å publisere egne renteprognoser. Det har skjedd til tross for den særskilte markedsuroen vi opplevde i tilknytning til finanskrisen.

Når store, utenlandske sentralbanker nå gir signaler om den fremtidige renteutviklingen, er en viktig årsak at de ønsker å klargjøre sitt handlingsmønster. De søker å gjøre pengepolitikken mer virkningsfull. Dette skjer i en spesiell situasjon med svært lav kapasitetsutnyttning og styringsrenter nær null. For å gi økonomien ekstra stimulans under slike forhold blir det nærliggende å søke å påvirke renter med lengre løpetider mer direkte. Konkrete signaler om hva slags rente sentralbankene ser for seg kan gi lavere markedsrenter gjennom lavere forventede styringsrenter. Risikopremiene kan også bli redusert.

Samtidig har Federal Reserve, og ganske nylig Bank of England, utviklet kommunikasjonen ved å knytte eventuelle pengepolitiske innstramninger til konkrete terskelverdier for arbeidsledigheten. I august gjorde Bank of England det klart at de ikke har til hensikt å øke styringsrenten før arbeidsledighetsraten faller under 7 prosent. Men lovnaden var ikke ubetinget. Vesentlige endringer i utsiktene for inflasjonen eller den finansielle stabiliteten kan føre til at pengepolitikken strammes inn før arbeidsledigheten kommer under 7 prosent.[\[11\]](#)

I teorien vil offentliggjøring av slike terskelverdier kunne ha særlig effekt når sentralbankens normale handlingsmønster tilsier at innstramningen ville skjedd før terskelverdien nås. Ved å «binde seg til masten» kan pengepolitikken gi økonomien ekstra stimulans i en situasjon hvor handlingsrommet ellers er lite.[\[12\]](#)

Norges Banks anslag på den fremtidige renteutviklingen er en betinget prognose og ingen lovnad. Bare dersom den økonomiske utviklingen blir som lagt til grunn, kan aktørene regne med at renten blir som anslått. Men også ny kunnskap om økonomiens virkemåte eller hvordan pengepolitikken påvirker økonomien, kan føre til at utviklingen i renten blir annerledes enn anslått.

Figur: Renteforutsetninger og faktisk utvikling

Som denne figuren viser, har den faktiske renteutviklingen ofte avveket fra prognosene. Det gjelder både for oss og andre sentralbanker som publiserer renteprognoser. De siste 5 årene har avvikene vært store, som følge av finanskrisen og andre forstyrrelser økonomien har blitt utsatt for.

Offentliggjøring av terskelverdier for endringer i renten er trolig mer naturlig som virkemiddel når styringsrenten er nær null og det er behov for ytterligere tiltak for å holde de lange rentene nede. Norsk økonomi er i en vesentlig bedre situasjon enn de store industrilandene jeg har vært innom. Kapasitetsutnyttningen er trolig nær et normalt nivå. Vi har fortsatt handlingsrom i rentesettingen.

Avslutning

La meg avslutte. Finanskrisen viste med all tydelighet at det er nødvendig å regulere bankene og finansmarkedene. Vi må likevel ikke tro at vi kan regulere oss bort fra problemer i finanssektoren, og vi må ikke ha overdreven tro på vår evne til å finstyre økonomien. Men et viktig bidrag vil være å sørge for at de som tar finansiell risiko på vegne av andre, holder mer kapital.

Pengepolitikken er blitt stilt overfor store utfordringer de siste årene. Vi er opptatt av å lære av historien og av andre lands erfaringer for å kunne utvikle pengepolitikken videre. Derfor setter vi nå i gang et forskningsprosjekt: «Fleksibel inflasjonsstyring: Utfordringer og muligheter».

En viktig bakgrunn for prosjektet er at mye av forskningen internasjonalt på pengepolitikk har fokusert på lukkede økonomier. Den er derfor trolig mest relevant for store land som USA. At vi er en liten, åpen økonomi gir særskilte utfordringer. Hvilke begrensninger setter dette på handlingsrommet i pengepolitikken? Og hvordan bør vi i pengepolitikken respondere på endringer i bytteforholdet overfor utlandet?

I prosjektet vil vi analysere noen av de spørsmålene jeg har vært inne på i dag. Det er behov for mer forskning på hvordan vi bør ta hensyn til finansiell stabilitet i pengepolitikken. I tillegg skal vi trekke på erfaringer vi har gjort de siste 10-15 årene, der norsk økonomi er blitt utsatt både for finanskriser og flere tilbudssidesjokk. Kommunikasjonen av pengepolitikken er også i utvikling.

Jeg vil presisere at pengepolitikken i Norge fortsatt skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Målet gir økonomien et nominelt ankerfeste. Når inflasjonsforventningene er godt forankret, kan pengepolitikken bidra til en stabil utvikling i realøkonomien. Siden inflasjonsmålet ble innført i 2001, har prisstigningen variert en del, men likevel i gjennomsnitt ligget nær 2,5 prosent. Samtidig har pengepolitikken kunnet reagere raskt på endringer i konjunktorene. Mandatet for pengepolitikken gir rom for fleksibilitet og skjønn. I lys av den brede internasjonale debatten om pengepolitikkenes rolle er det derfor naturlig at også vi som sentralbank gjør en grundig vurdering av rammeverket for fleksibel inflasjonsstyring innenfor gjeldende mandat.

Takk for oppmerksomheten.

Fotnoter

[1] <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/aktuelt/nyheter/2013/systemviktige-finansinstitusjoner-og-ver.html?id=726797>

[2] Trend beregnet med ensidig Hodrick Prescott-filter ($\lambda = 400000$) utvidet med en enkel prognose. Gjennomsnittet er for hele perioden i figuren.

[3] Baselkomiteen for banktilsyn, «[An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements](#)», august 2010. For en oppdatert samling referanser til arbeider om nytte og kostnader ved makroregulering se Annex 1 i IMF Working

Paper WP/13/167 av Arregui m.fl., "[Evaluating the Net Benefits of Macroprudential Policy: A cookbook](#)", juli 2013.

[4] Se [Norges Bank Memo Nr. 1 2013](#) for nærmere omtale og referanser.

[5] I beregningen er det forutsatt en årlig økning i bankenes risikovektede eiendeler på rundt 4 prosent, inntjening på linje med 2012 og at hele overskuddet brukes til å øke egenkapitalen. Vi har antatt at overgangsregelen videreføres og binder.

[6] For en nærmere beskrivelse av den videreutviklede versjonen av NEMO, se Brubakk, L. og P. Gelain (2013): NEMO – A Monetary Business Cycle Model with Financial Frictions. Kommer som Norges Bank Working Paper.

[7] Se for eksempel Bernanke, B., M. Gertler og S. Gilchrist (1999): The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. Handbook of Macroeconomics, Elsevier, utgave 1, kapittel 21, s. 1341-1993.

[8] For en gjennomgang av de foreløpige begrensede erfaringene med verktøy for makroregulering, se for eksempel Smets, F. (2013): Financial stability and monetary policy: How closely interlinked? Foredrag ved en konferanse arrangert av Riksbanken.

[9] Jeremy Stein, styremedlem i den amerikanske sentralbanken, har pekt på at det er vanskeligere å omgå renten: "while monetary policy may not be quite the right tool for the job, it has one important advantage relative to supervision and regulation--namely that it gets in all of the cracks... changes in rates may reach into corners of the market that supervision and regulation cannot." Se Stein, J. (2013): Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses. Speech at a research symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of St. Louis.

[10] Ulike måter å kommunisere om fremtidige renter på er blitt omtalt som «delfisk», etter oraklet i Delfi, kontra «odyssevsk», etter Odyssevs, som bandt seg til masten for ikke å gi etter for sirenenes sang. Det første tilfellet innebærer bare at man sier det man tror om renten. I det andre tilfellet gir man i større grad også et løfte om den fremtidige renteutviklingen, se Campbell, J. m.fl. (2012): Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance. Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2012

[11] Se Bank of England: Monetary policy trade-offs and forward guidance, august 2013,

[12] Se Eggertsson, G. og M. Woodford (2003): The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. Brookings Papers on Economic Activity 2003:1, s. 139-211, og Krugman, P. (1998): It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. Brookings Papers on Economic Activity 1998:2, s. 137-205.