

Sentralbankens virkemidler

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem i regi av Centre for Monetary Economics (CME) ved Handelshøyskolen BI, mandag 6. september 2010.

Med forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget bygger på vurderingene gitt på Norges Banks pressekonferanse etter rentemøtet i hovedstyret 11. august og Pengepolitisk rapport 2/10.

Den internasjonale finanskrisen avdekket svakheter i det finansielle systemet og satte den økonomiske politikken på prøve. For å dempe virkningene av finanskrisen reduserte sentralbankene styringsrentene til lave nivåer og økte tilførselen av likviditet kraftig. I tillegg ble flere særskilte tiltak satt i verk.

Den økonomiske situasjonen

Finanskrisen sprang ut av rik tilgang på kreditt, aktører som tok stadig større risiko og sviktende oversikt hos banker, bedrifter og myndigheter. Krisen ga et kraftig tilbakeslag i verdensøkonomien. Etter krisen har fremvoksende økonomier vokst sterkt, mens gjeninnhentingen i den vestlige verden har vært moderat. Den samlede veksten i verden ventes å bli om lag 3½ prosent inneværende år, målt ved markedspriser, og 4½ prosent målt ved kjøpekraftskorrigerede vekter. Det har vært presstendenser i enkelte fremvoksende økonomier, med høyere inflasjon i India og Brasil og stigende formuespriser i Kina. Spørsmålet er om fortsatt høy vekst i deler av Asia kan holde aktiviteten i verdensøkonomien oppe.

Fire forhold begrenser veksten i den vestlige verden:

1. Husholdninger og banker har høy gjeld.
2. Styringsrentene kan ikke settes mer ned.
3. Mange land har høy statsgjeld, og flere stater er i en finansiell krise.
4. Realvalutakursene er sterke.

Kombinasjonen av høy gjeld i husholdningene og forventninger om svak vekst fremover gir økt sparing. Lave renter er ikke nok til å sette fart i investeringene og forbruket når tilliten til veksten fremover er svekket og både långivere og låntakere samtidig søker å redusere gjelden sin. Styringsrentene kan ikke settes videre ned, men det har blitt kommunisert at renten vil holdes lav lenge. Sentralbanker har kjøpt statspapirer og private obligasjoner for å holde langsiktige renter nede, og de mener disse kvantitative lettelsene har virket.

Figur: Statsgjeld i G7-landene

Finanspolitiske tiltak har medført at statsgjelden i de store industrilandene nå er like høy, målt som andel av BNP, som den var like etter krigen da de hadde finansiert høye militære utgifter med lån. Det høye nivået på statsgjelden begrenser mulighetene for å bruke statsbudsjettet ytterligere for å få fart i økonomien. Manglende tillit til at enkelte land ville klare å betjene sin statsgjeld og skape vekstevne ga sist vår ny uro i finansmarkedene. Flere land ser seg tvunget til å øke skattene og stagge utgiftene.

Eksporten fra India, Kina og andre asiatiske land vokser sterkt. Store handelsunderskudd i den vestlige verden blir dels finansiert ved at asiatiske land øker sine reserver. Realkursene i vestlige land er trolig for sterke. Det blir gjenspeilt i presstendenser i Kina og enkelte andre fremvoksende økonomier og høy arbeidsledighet og lav prisstigning i de tradisjonelle industrilandene.

I de vestlige landene og Japan reagerer valutakursene på nyheter. Pessimisme gir utslag i søk etter trygge havner. Gode nyheter, derimot, reduserer risikopremier og fører gjerne til at valutakursene i råvarebaserte økonomier, som har noe høyere renter, styrker seg. Men de nominelle valutakursene til mange asiatiske land ligger fast. Valutakursene får altså ikke fullt bidra til å dempe ubalansene i handelen, redusere kostnadsforskjeller og spre vekstimpulser.

Veksten ute påvirker norsk økonomi. Vi drar fordel av at prisene på råvarer har holdt seg oppe, og av at oljeselskapene investerer mye. Vi har dessuten hatt handlefrihet i den økonomiske politikken fordi solide statsfinanser skaper troverdighet og inflasjonsforventningene er godt forankret. Norsk økonomi opplever en mild nedgangskonjunktur, og inflasjonen er litt på den lave siden, men kapasitetsutnyttningen ser nå ut til å ha stabilisert seg. Den lave renten gjør det lettere for husholdningene å betjene den høye gjelden, og boligprisene er høye. Det er sterkere fremtidstro blant husholdningene her enn ute.

Siden oktober i fjor har styringsrenten blitt hevet med i alt 0,75 prosentenheter til 2 prosent. Den lave renten vil i seg selv bidra til å øke etterspørselen. Inflasjonsforventningene er trolig stabile, og realrentene er svært lave. Samtidig er kronkursen svært sterk i reelle termer. Vår prognose fra juni tilsier at styringsrenten holdes på dagens nivå til rundt årsskiftet og deretter økes gradvis mot et mer normalt nivå.

I de pengepolitiske rapportene legger vi fram våre egne prognoser for styringsrenten fremover. Også sentralbankene på New Zealand og i Sverige kommuniserer på samme måte sine forventninger til den fremtidige renten. Noen sentralbanker bruker mer kvalitative utsagn, mens andre ikke sier noe om den fremtidige rentesettingen.

Renteprognoser som virkemiddel i pengepolitikken

Når vi utarbeider prognosene for renten legger vi vekt på følgende kriterier:

1. Renten bør settes slik at inflasjonen stabiliseres på målet eller bringes tilbake til målet etter at det har oppstått avvik.
2. Renteutviklingen bør samtidig kunne gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien.

I avveiningene tas det hensyn til at formuespriser som eiendomspriser, aksjekurser og kronkursen også kan påvirke stabiliteten i produksjon, sysselsetting og inflasjon. Følgende tilleggskriterier er også til nytte:

3. Renten bør normalt endres gradvis og slik som banken har reagert tidligere.
4. Utviklingen i renten bør gi en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon også med alternative forutsetninger om den økonomiske utviklingen og økonomiens virkemåte.

Eventuelle store og systematiske avvik fra enkle robuste pengepolitiske regler bør kunne begrunnes.

Figur: Tapsfunksjonen

Analyser i vår siste pengepolitiske rapport illustrerer hva de ulike kriteriene betyr. Renteprognozen fremkommer som det forløpet for renten som i størst mulig grad oppfyller kriteriene over. Uttrykt matematisk, og selvsagt ikke helt fullstendig, kan avveiningene fremstilles ved en såkalt "tapsfunksjon":

$$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y_t^*)^2 + \delta(i_t - i_{t-1})^2 + \kappa(i_t - i_t^{\text{enkel}})^2$$

Det første leddet i ligningen representerer kriterium 1, der tapet er større jo mer den faktiske inflasjonen π_t avviker fra inflasjonsmålet π^* . Det andre leddet representerer kriterium 2, og viser at tapet øker jo større svingningene i aktivitetsnivået er, målt som gapet mellom den faktiske produksjonen y_t og det normale produksjonsnivået y_t^* . Det tredje leddet representerer ønsket om gradvise renteendringer i kriterium 3, altså at renten i dag i_t ikke bør avvike for mye fra renten i forrige periode i_{t-1} . Det fjerde leddet representerer kriterium 4 og kan tolkes som at det også er en kostnad eller risiko ved å sette en rente i_t som avviker mye fra den renten som følger fra enkle pengepolitiske regler i_t^{enkel} . Ved å legge noe vekt på at styringsrenten ikke bør avvike for mye fra enkle regler, kan pengepolitikken bli noe mer robust. [\(1\)](#)

Figur: Styringsrenten

En pengepolitikk som bare tar hensyn til å få inflasjonen raskt tilbake til målet (kriterium 1), ville innebære at renten raskt skulle settes ned under 1 prosent da vi la fram vår siste pengepolitiske rapport. I så fall vil renten raskt måtte økes igjen for å unngå at aktiviteten og inflasjonen blir for høy lenger fram i tid. En slik strategi kunne være forenlig med et ønske om å gardere seg mot at inflasjonsforventningene festner seg under inflasjonsmålet, men kunne på den annen side ført til store utslag i produksjon og sysselsetting.

Utviklingen blir mer stabil om vi i tillegg legger vekt på å stabilisere produksjonen (kriterium 1 og 2). Det ville også innebære først en rentenedgang og så en ny renteøkning lenger fram. Å ta hensyn til produksjonen innebærer at inflasjonen bringes tilbake mot målet noe senere.

Hensynet til en jevn utvikling i styringsrenten trekker i retning av at mindre, midlertidige forstyrrelser normalt ikke skal gi brå skift i renten. Hvis vi også tillegger dette hensynet vekt i rentesettingen (kriterium 1, 2 og 3), vil utslagene i renten bli mindre.

Dersom vi også legger en viss vekt på renten gitt ved en enkel pengepolitisk regel – Taylor-renten (kriterium 1, 2, 3 og 4), vil styringsrenten bli liggende på dagens nivå en periode og deretter økes gradvis. Det trekker prognosen for inflasjonen og produksjonsgapet ytterligere litt ned og samsvarer med prognosen i vår siste pengepolitiske rapport.

Anslagene for inflasjonen og den økonomiske aktiviteten endrer seg fra rapport til rapport. Det vil også utsiktene for renten. I rapportene forsøker vi å illustrere hvilke faktorer som har

påvirket endringene i renteprognozen gjennom sin virkning på utsiktene for inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen.

Figur: Endring i renteprognozer over tid

Renteprognozen gir uttrykk for en avveining mellom de ulike hensynene som tas i pengepolitikken og et reaksjonsmønster som husholdninger, bedrifter og finansinstitusjoner kan bygge på. Renteprognozen bygger på vår forståelse av økonomiens virkemåte. Usikkerheten forbundet med renteprognozen understreker vi ved å legge usikkerhetsvifter rundt anslagene for renten.

Prognosene har skiftet mye over tid. Det gjenspeiler at renten er et virkemiddel som skal reagere på alle nyheter som kan påvirke utsiktene for inflasjonen.

Da vi startet med prognoser i 2005 kunne vi vise til erfaringene fra New Zealand [\(2\)](#), som nettopp hadde opplevd store utslag i renten og renteprognosene. Figuren illustrerer at vi for vår del ikke kunne forutse finanskrisen høsten 2008, men for øvrig har vi vært på sporet.

Figur: Publisering av renteprognozer – hvordan reagerer markedet (differansen mellom prognosen og markedet 2 år fram)?

Vår siste renteprognoze tilsier at renten vil bli liggende lav lenge. Men samtidig må vi konstatere at markedsaktørene tror det skal ta enda lengre tid før renten kommer opp til et mer normalt nivå. Høsten 2012 venter vi en rente opp mot 3½ prosent, mens markedsaktørene venter en renten på 2¾ prosent. [\(3\)](#) Dette er et stort avvik, men ikke historisk høyt. Vår renteprognoze ser ut til å ha størst virkning på renten i markedet det nærmeste året. Avviket er større litt lenger ut i tid. Avvik kan tyde på at sentralbanken og markedsaktørene tidvis har ulike syn på utviklingen i norsk økonomi.

Figur: Hvordan reagerer markedet på publiseringen av renteprognozer (gjennomsnittlig differanse i forhold til den nye prognosen)?

For eksempel kan markedsaktørene tro at en høyere rente her hjemme enn ute kan gi en sterkere krone fordi det kan være lønnsomt å plassere i norske kroner og låne i andre valutaer. I våre prognoser tar vi utgangspunkt i at valutakursen over tid vil tilpasse seg slik at investeringer i norske kroner gir samme avkastning som plasseringer i utenlandsk valuta – såkalt udekket renteparitet. Da vil en positiv rentedifferanse gjenspeile at kronen forventes å svekkes over tid. Samtidig søker vi å ta hensyn til at risikopremiene på å plassere i norske kroner kan variere over tid.

Renteprognosene har vært nyttige – og det er en styrke, ikke en svakhet, at usikkerheten i dem er godt kjent. I 2005 og igjen i 2009 kom styringsrenten ned på svært lave nivåer. I begge tilfellene viste prognosene at aktørene i økonomien etter hvert måtte regne med et høyere rentenivå, og de illustrerte hvor lang tid det ville ta før renten var tilbake på sitt normale nivå.

Vår erfaring er dessuten at det har blitt enklere å snakke om pengepolitikk når vi kan tale åpent om fremtiden.

Virkemidler i likviditetsstyringen

Figur: Sentralbankens balanse.

Styringsrenten må få godt gjennomslag i markedrentene for at den og prognosen for renten fremover skal virke. Norges Bank tilfører sentralbankpenger for å få til dette. Vi låner bankene penger slik at de får penger på konto til å gjøre opp sine mellomværende hver dag. Lånene fra Norges Bank gir isolert sett økte sentralbankreserver, det vil si økte innskudd fra private banker i sentralbanken. I tillegg påvirkes sentralbankreservene av andre bevegelser på balansen vår, som statens transaksjoner på sin konto eller endring i etterspørselen etter sedler og mynt. Norges Bank tar hensyn til slike kilder til endring i bankenes likviditet når vi fastsetter størrelsen på våre lån til bankene, slik at bankenes likviditet blir som tilsiktet. I tidligere tider ble likviditeten også påvirket av kjøp og salg av valuta for å påvirke kronkursen. Det har ikke skjedd de siste 11½ årene.

Bankene – som gruppe – kan ikke selv direkte påvirke størrelsen på sin likviditet i Norges Bank. Den bestemmes av sentralbankens likviditetstilførsel og eventuelle endringer i andre størrelser på sentralbankens balanse. Endret etterspørsel fra bankene etter sentralbankreserver slår i stedet ut i renteendringer i markedet. Ønsker for eksempel bankene å holde mer likviditet, avspeiles det i at pengemarkedsrentene øker.

Norges Bank bestemmer renten i markedet ved å tilføre nok likviditet til at den helt kortsiktige pengemarkedsrenten kommer ned mot den renten bankene får på sine innskudd i Norges Bank. Renten kan ikke falle under denne såkalte gulvrenten, fordi ingen banker vil ønske å låne ut til en rente som er lavere enn den de kan få i Norges Bank.

Figur: Bankenes likviditet

Bankene har hatt store og over tid økende lån og innskudd i Norges Bank. Låneetterspørselen var særlig høy under finanskrisen. Det kan se ut til at bankene har vent seg til å handle direkte med sentralbanken i stedet for å omfordele likviditet seg i mellom. For å holde pengemarkedsrenten ned mot gulvet, må vi tilføre mer penger nå enn tidligere.

Gulvsystemet gjør det enkelt å sikre at pengemarkedsrentene følger styringsrenten.

Men systemet har også vist seg å ha uheldige virkninger. Det passiviserer bankene. Markedet for kortsiktig usikret likviditet blir svært lite eller forsvinner. Det ligger informasjon i prismetanismen – eller rentene som settes i pengemarkedet – som ikke kommer til syne dersom en offentlig aktør som sentralbanken tar markedets plass.

Vi trenger derfor nå å sette en klarere grense mellom sentralbankens rolle som långiver i siste instans (lender of last resort) og oppgjørsbank på den ene siden, og markedets rolle.

For å stimulere til større aktivitet i pengemarkedet og lavere etterspørsel etter sentralbankreserver bør det bli dyrere for bankene å ha store innskudd i sentralbanken. Vi arbeider derfor nå med endringer i våre låne- og innskuddsordninger.

Det er også andre svakheter i vårt pengemarked. Når bankene fastsetter sine renter til husholdninger og bedrifter, tar de ikke bare hensyn til utviklingen i styringsrenten, men de legger også vekt på renten i pengemarkedet, målt ved den såkalte NIBOR-renten (Norwegian InterBank Offered Rate). Vi mener det er svakheter i måten denne renten fastsettes på. Grunnlaget kan gjøres mer transparent for andre aktører, og den beregnes på grunnlag av informasjon fra bare 6 store aktører. Verken våre største sparebanker eller internasjonale banker er med. Vi vil ta initiativ til en bedre struktur for fastsettelsen av NIBOR.

Finansiell stabilitet

Vår interesse for stabilitet og effektivitet går selvsagt ut over det rene pengemarkedet. Vi har en bredere interesse i at det finansielle systemet er robust.

Det vil kunne være en glidende overgang fra en bank etterspør likviditet til den har behov for lengre finansiering og kanskje soliditetsproblemer. Som andre långivere må Norges Bank forholde seg til hvilke sikkerheter den skal godta for utlån og ha kompetanse til å vurdere soliditeten til låntakere. Som långiver i siste instans må vi i tillegg kunne vurdere om problemer i enkeltbanker kan sette stabiliteten i hele det finansielle systemet i fare.

Finanskrisen har avdekket vesentlige svakheter i det finansielle systemet. Det arbeides nå på bred front med forslag om å endre regelverk og innføre nye reguleringer. Det er også blitt tydeligere enn før at det må føres tilsyn med det finansielle systemet som helhet, og ikke bare av hver enkelt finansinstitusjon eller hvert enkelt finansmarked. Det blir gjerne omtalt som macroprudential policy – på norsk kan vi kanskje kalle det makrotilsyn – og som må bygge på analyser av hele finanssektoren.

BIS (Bank for International Settlements) definerer siktemålet med macroprudential policy som:

"...The objective of macroprudential policy is to reduce systemic risk by explicitly addressing the interlinkages between, and the common exposures of, all financial institutions, and the procyclicality of the financial system."

Det er nå vedtatt nye regler for regulering av finanssektoren i USA. Det blir etablert et nytt råd, the Financial Stability Oversight Council, som skal følge med på utviklingen i risikoen i det amerikanske finansielle systemet. Rådet kan blant annet foreslå strengere regulering av systemviktige finansforetak, eventuelt godkjenne forslag fra den amerikanske sentralbanken om å splitte opp store banker og kreve at andre finansinstitusjoner enn banker blir lagt under tilsyn dersom de er viktige for det finansielle systemet.

I Storbritannia er det foreslått at tilsynet med og regulering av finansiell sektor legges som en egen enhet under Bank of England (Prudential Regulation Authority). Samtidig skal det i sentralbanken opprettes en Financial Policy Committee på linje med bankens pengepolitiske komité.

I EU blir det opprettet et eget risikoråd ESRB (European Systemic Risk Board) som trolig blir ledet av presidenten i den europeiske sentralbanken (ESB).

Ved utformingen av myndighetenes virkemidler for å sikre finansiell stabilitet kan det skilles mellom to formål. Den ene er å gjøre det finansielle systemet mer robust blant annet ved å redusere avhengigheten mellom finansforetak. Det andre er å demme opp for medsyklisk adferd i finansforetakene.

Grense på tillatt belåningsgrad og begrensning på lån i forhold til låntakers inntekt, som anvendes i Norge, er eksempler på regler som kan virke stabiliserende. Minstekrav til ansvarlig kapital i finansinstitusjoner og krav til likviditet og finansieringsstruktur er andre eksempler. Slike krav bidrar til å gjøre høy kredittvekst dyrere for finansinstitusjonene og dermed også for kundene. Regler som sikrer at aksjonærer og kreditorer må bære kostnadene, hvis banker lider store tap eller må avvikles, vil virke i samme retning.

Finansiell sårbarhet kan bygges opp raskere i oppgangstider blant annet fordi finansinstitusjonene da har sterkere drivkraft til å ta risiko. Det tilsier at reguleringene bør virke motsyklisk. De bør ha sterkest virkning når faren for oppbygging av ubalanser er størst.

Det er viktig at reglene virker som automatiske stabilisatorer i økonomien. Diskresjonær bruk av virkemidler er vesentlig mer krevende.

Men det kan likevel være ønskelig å ha slike virkemidler, for eksempel et kapitalkrav som varierer over tid med vekst i gjeld og formuespriser.

Baselkomiteen, som vurderer nye regler for finansinstitusjoner og som har medlemmer fra de større landene, har foreslått å innføre et slikt krav til kapitalbuffer utover minimumskravet til kapitaldekning. Finansforetak som ikke har stor nok buffer vil bli pålagt begrensninger på utbytte og andre utbetalinger til aksjonærer og ansatte.

For å dempe forstyrrelser i et land og smitteeffekter til andre land er det behov for et nært samarbeid mellom hjemlandet til et finansforetak og det vertslandet det opererer i. I sin siste årsrapport skriver BIS:

“Close cooperation between home and host authorities will be inevitable. And some responsibility will have to shift to host authorities for deciding on the settings that apply to exposures in their jurisdictions and for advising home authorities of local financial conditions.”

Norske banker er en del av et felles nordisk bankmarked. I vekstperioden 2004 til 2008 vokste de utenlandske bankene sterkt i Norge, men under og etter krisen har veksten deres bremset opp. Jeg er redd vi må si de har forsterket svingningene her hjemme. Men vi antar at nedgangen i deres markedsandel skyldes at de gjennomgående har vært hardere rammet enn de norske bankene av den internasjonale krisen.

Baselkomiteen foreslår at det tidsvarierende kravet til kapitalbuffer skal gjelde alle banker som opererer i et land, inklusive avdelinger av banker som hører hjemme i andre land. Hjemlandets myndigheter skal håndheve bufferkravet bestemt av vertslandets myndigheter. Det vil si at norske tilsynsmyndigheter for eksempel i perioder med høy kredittvekst her hjemme kan sette et tilleggskrav til kapitalen. Det kravet vil da gjelde både for norske,

svenske, danske og for andre banker, for lån til norske borgere og bedrifter. Dette er virkelig et skritt i riktig retning. Men styrkingen av vertslandets styring kunne gjerne gått lenger.

En av Basel-reglens store svakheter er lave og ulike risikovekter for boliglån. De modellene som brukes, anslår alt for lav risiko for slike lån. Det kan føre til at det effektive kapitalkravet blir for lavt og kan komme ned under 3 promille av lånet. Her burde vertslandets regler gjelde, og vertslandet derfor kunne få rydde opp. Det blir lett konkurransevridende dersom lignende lån gitt i samme marked av utenlandske og innenlandske banker kan ha ulike risikovekter.

La meg nå avslutte. Lavkonjunkturen her i Norge var ikke selvpåført – den ble utløst av forstyrrelser utenfra. Men finanskrisen har gjort også oss her i landet mer oppmerksomme på hvor avhengig god utvikling i økonomien er av stabiliteten i det finansielle systemet. Både bedre omfordeling av likviditet mellom bankene enn i dag, og nye virkemidler på det feltet som kalles makrotilsyn – eller macroprudential policy – er viktig for et velfungerende finansielt system.

Takk for at dere hørte på!

Fotnoter

1) En enkel regel kan fungere godt i ulike alternative modeller for økonomien. Nøyaktig hvordan den beste enkle regelen ser ut avhenger av hva slags usikkerhet vi ønsker å være robuste i forhold til.

2) Figuren er hentet fra Archer, D. (2005): "Central-bank communication and the publication of interest rate projections", presentert på Sveriges Riksbanks konferanse: "Inflation targeting: implementation, communication and effectiveness":

3) Avviket er målt 23. juni etter fremleggelsen av Pengepolitisk rapport 2/10.