

Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Øystein Olsen. Innledning til høring i Stortingets finanskomité.

- [Høringen på nett-TV](#) (Stortinget, høringssal 1)

Det tas forbehold om endringer under fremføringen.

Takk til komiteens leder, og takk for anledningen til å gjøre rede for utøvelsen av pengepolitikken i forbindelse med Stortingets behandling av regjeringens finansmarkedsmelding. Min innledning her i dag bygger på bankens årsmelding, men er oppdatert med hovedstyrets vurderinger frem til siste rentemøte og ny informasjon.

Da jeg var her i fjor, hadde vi redusert renten med 0,25 prosentenheter til 1,5 prosent i mars. Styringsrenten er siden blitt holdt uendret. Styringsrenten er lav fordi inflasjonen er lav og fordi rentene ute er svært lave.

2012 var preget av svak vekst hos våre handelspartnere og uro i finansmarkedene. Det var stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen internasjonalt, spesielt i Europa. Styringsrentene i mange land var nær null, og både Den europeiske sentralbanken (ECB) og den amerikanske sentralbanken varslet at styringsrentene ville holdes lave lenge.

Den svake økonomiske utviklingen i mange industriland har fortsatt inn i 2013. Veksten i verdensøkonomien holdes oppe av høy vekst i fremvoksende økonomier. I euroområdet har aktiviteten falt i flere av de største økonomiene, og lavkonjunktoren ser ut til å kunne vare noe lenger enn vi tidligere har sett for oss. Arbeidsledigheten er høy og økende i flere land. I Spania og Hellas er arbeidsledigheten over 25 prosent, og blant de unge er over halvparten uten jobb. I USA er utviklingen bedre, men veksten moderat. I løpet av våren har oljeprisen falt noe, men den er fortsatt på et høyt nivå.

Med styringsrenter nær null, har flere sentralbanker tatt i bruk ukonvensjonelle virkemidler for å stimulere veksten og holde inflasjonen oppe. Tiltak som endrer sammensetningen og størrelsen på sentralbankenes balanse skiller seg fra vanlige operasjoner i pengepolitikken ved at andre midler enn styringsrenten brukes for å påvirke markedsrenter og økonomisk aktivitet. Med slik balansepolitikk søker ECB og sentralbankene i USA, Storbritannia og Japan å påvirke langsiktige renter og dermed finansieringskostnadene til bedrifter og husholdninger direkte. Denne våren har også den japanske sentralbanken introdusert nye tiltak. Gjennom økte kjøp av blant annet japanske statsobligasjoner skal basispengemengden dobles innen utgangen av 2014. Det skal bidra til høyere inflasjon, lavere realrenter og høyere vekst i økonomien.

Tiltakene som ble annonsert og gjennomført av ECB gjennom 2012 bidro til bedring i de internasjonale finansmarkedene. Risikopåslagene i penge- og kredittmarkedene falt i fjor høst, og gjeldstyngede land i Europa fikk lettere tilgang til finansiering. Bedringen i finansmarkedene har imidlertid så langt ikke hatt fullt gjennomslag på de betingelsene husholdninger og bedrifter står overfor. I flere sør-europeiske land er finansieringsforholdene for bankene fortsatt vanskelige. Det holder utlånsrentene oppe og

bidrar til å dempe veksten i konsum og investeringer. Det rammer særlig små- og mellomstore bedrifter.

Bedringen i penge- og kredittmarkedene førte også til bedre finansieringsvilkår for norske banker, men det ga i liten grad utslag i utlånsrentene til husholdninger og foretak. Bankene har i løpet av våren økt utlånsrentene til husholdninger og foretak som følge av forventninger om strengere kapitalkrav.

Veksten i norsk økonomi har holdt seg godt oppe det siste halvannet året. Økt aktivitet i petroleumssektoren og byggenæringen, et gunstig bytteforhold og høy befolkningsvekst har bidratt positivt. Samtidig rammes deler av eksportindustrien av lavere etterspørsel fra Europa og et høyt innenlandsk kostnadsnivå. Arbeidsledigheten har holdt seg lav. Husholdningenes forbruk har steget moderat.

Husholdningenes gjeld er høy og vokser raskere enn inntektene. Samtidig sparer husholdningene mer. Gjeldsveksten drives av vedvarende vekst i boligprisene. Men gjeld og formue er ujevnt fordelt. Det øker sårbarheten.

Inflasjonen her hjemme er lav og har avtatt ytterligere noe den siste tiden. Den underliggende inflasjonen anslås å ligge i intervallet 1-1½ prosent. Lave prisimpulser utenfra og en styrking av kronen de siste årene har holdt den importerte prisveksten nede.

Analysene i Pengepolitisk rapport i mars i år tyder på at kostnadene i husholdningsrettede næringer har vokst mindre enn i fastlandsøkonomien samlet sett de siste årene. En relativt høy produktivtetsvekst har bidratt til dette. Samtidig gir den høye arbeidsinnvandringen et fleksibelt tilbud av arbeidskraft som bidrar til å dempe lønnsveksten. Lav lønnsvekst i landene rundt oss påvirker også lønnsveksten her hjemme.

Avveininger i pengepolitikken

Norges Banks gjennomføring av pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en vekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Pengepolitikken skal samtidig bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Siden inflasjonsmålet for pengepolitikken ble innført i 2001 har veksten i konsumprisene i gjennomsnitt vært 1,8 prosent. Det er noe under, men nær 2,5 prosent. Etter Norges Banks vurdering har utviklingen i konsumprisene siden 2001 vært godt innenfor den fleksibiliteten mandatet for pengepolitikken gir rom for.

Handlingsmønsteret i pengepolitikken kan oppsummeres i tre kriterier for en god rentebane. Det første kriteriet innebærer at renten bør settes slik at inflasjonen stabiliseres på målet eller bringes tilbake til målet etter at det har oppstått avvik. Hvor lang tid det er riktig å bruke på å nå inflasjonsmålet, vil avhenge av hvilke forstyrrelser økonomien utsettes for og hvor langvarige de er.

Det andre kriteriet er at rentebanen bør gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for den samlede kapasitetsutnyttningen i økonomien – det vil si at

inflasjonsstyringen er fleksibel. Den fleksible inflasjonsstyringen bygger bro mellom pengepolitikken langsiktige oppgave, som er å forankre forventningene om lav og stabil inflasjon, og hensynet til å stabilisere den økonomiske utviklingen.

Det tredje kriteriet er at pengepolitikken bør være robust og søke å dempe faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Kriteriet er et uttrykk for at vi ikke har fullstendig innsikt i økonomiens virkemåte, eller de sjokk som økonomien kan utsettes for. Hensynet til robusthet kan dermed ses på som en form for forsikring mot uheldige utfall. Norges Bank har ikke selvstendige mål for utviklingen i formuespriser eller gjeld. Men ved å dempe faren for finansielle ubalanser, kan vi også få en mer stabil utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid.

Er det konflikt mellom de ulike hensynene, må forløpet for renten velges slik at de avveies mot hverandre.

Dersom pengepolitikken kun tok hensyn til den lave inflasjonen, ville styringsrenten bli satt raskt ned og blitt holdt nær null en god stund. Inflasjonen ville da kunne ta seg raskere opp, blant annet som følge av svakere krone. Avveining mot andre hensyn innebærer imidlertid at vi ikke ønsker å forsere en slik økning i inflasjonen. Det ville gitt kraftige utslag i produksjon og sysselsetting og øke risikoen for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Når vi også vektlegger robusthet og hensynet til en stabil utvikling i realøkonomien, får vi et høyere forløp for renten.

Stor flyt av arbeidskraft over landegrensene, endringer i konkurranseforhold og nye handelsmønstre har ført til at konsumprisveksten nå en tid har ligget under 2,5 prosent. Prisene på det vi produserer, har økt betydelig mer enn konsumprisene. Det gjenspeiler bedringen i vårt bytteforhold med utlandet. Det er god vekst i inntekter, produksjon og sysselsetting, og kapasitetsutnyttningen ser ut til å være over et normalt nivå. Husholdningenes gjeld og boligpriser har økt mer enn inntektene. I dagens situasjon er det fornuftig å bruke noen år på å få inflasjonen opp. Derfor har renten ikke vært satt mer ned.

En høyere styringsrente kunne ha dempet gjeldsveksten og etterspørselspresset i norsk økonomi. Men med vedvarende lave renter ute ville en slik politikk trolig gitt en kraftig styrking av den norske kronen. Da ville både inflasjonen og aktiviteten i norsk økonomi blitt for lav. Den svake økonomiske utviklingen i mange andre land bidrar dermed til å holde også norske renter nede.

Godt forankrede inflasjonsforventninger gjør at Norges Bank i dag kan legge vekt på å stabilisere den økonomiske utviklingen når vi setter renten. Inflasjonsstyringen er blitt mer fleksibel. Vi har valgt å bruke lengre tid på å bringe inflasjonen opp. Men vi mister ikke inflasjonsmålet av syne. Skulle utsiktene for inflasjonen eller veksten svekkes vesentlig, har vi fortsatt handlingsrom til å motvirke en slik utvikling gjennom pengepolitikken.

Pengepolitikken i lys av ny regulering av banker

Finanskrisen ga oss noen viktige lærdommer. For det første fikk vi illustrert at lav og stabil inflasjon ikke er tilstrekkelig for å sikre finansiell stabilitet. For det andre viste krisen tydelig at rammeverket for bankene ikke var godt nok. Derfor er regelverket for bank og finans nå i

endring internasjonalt. Reguleringer og tilsyn er myndighetenes viktigste virkemiddel mot finansiell ustabilitet.

Før påske la Regjeringen frem lovforslag om nye kapitalkrav for banker. Forslaget er i tråd med EUs nye regelverk. Sentralt i det nye regelverket er kapitalbuffere som kommer i tillegg til minstekravet. Det styrker bankenes evne til å bære tap. På toppen kommer en motsyklisk kapitalbuffer – et kapitalkrav som kan økes i oppgangsperioder og tas bort i dårlige tider. Bufferen skal bestå av ren kjernekapital og skal normalt ligge mellom 0 og 2,5 prosent av beregningsgrunnlaget.

Den motsykliske bufferen skal motvirke at store utslag i kreditt og formuespriser forsterker de konjunkturrelle svingningene i økonomien. Dels skjer det ved at faren for nedbelåning i dårlige tider reduseres. Men en økning i bufferen kan også dempe en kraftig kredittvekst i gode tider. Effekten vil avhenge av hvordan bankene tilpasser seg når bufferkravet økes.

Norges Bank vil få hovedansvaret for å utarbeide grunnlaget for beslutningen om den motsykliske kapitalbufferen. I dette arbeidet vil vi samarbeide med Finanstilsynet og utveksle relevant informasjon. Finansdepartementet vil fastsette bufferkravet.

Når regelverket er klart, trolig over sommeren, vil Norges Bank gi et konkret råd til Finansdepartementet om nivået på bufferen. Slike råd blir deretter lagt frem fire ganger i året. Kriteriene for våre råd er presentert i forrige pengepolitiske rapport.

Norges Bank vil legge frem analyser og gi råd om størrelsen på den motsykliske bufferen sammen med beslutningsgrunnlaget for pengepolitikken. Hensikten er å sikre at det analytiske grunnlaget er konsistent med utformingen av pengepolitikken.

Den motsykliske bufferen og styringsrenten har to forskjellige mål. Bufferen har som siktemål å gjøre bankene mer solide for å kunne motstå tap i en lavkonjunktur. Pengepolitikken skal sørge for lav og stabil inflasjon over tid. Inflasjonsmålet avveies mot hensynet til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.

Det nye virkemiddelet vil bli hensyntatt i pengepolitikken. Både styringsrenten og kapitalbufferen virker gjennom bankenes tilpasning. Bufferen vil bli fastsatt ut fra en vurdering av risikoen for at finansielle ubalanser utløser eller forsterker et tilbakeslag i økonomien. Kravet til kapitaldekning – og hvordan det virker på bankenes renter – vil være én av mange faktorer som vil ligge til grunn for den pengepolitiske analysen, og for fastsetting av renten.

Den motsykliske bufferen bidrar til å øke bankenes soliditet i oppgangstider. Den kan også i noen grad bidra til å motvirke at finansielle ubalanser bygger seg opp. Men virkningen på bankenes adferd er usikker. Norges Bank kan derfor ikke se bort fra hensynet til finansielle ubalanser når styringsrenten fastsettes. Kriteriene for gjennomføringen av pengepolitikken ligger fast også etter innføring av en motsyklisk kapitalbuffer.

I avveilingen mellom ulike hensyn må vi i pengepolitikken holde fast ved vårt hovedmål – lav og stabil inflasjon. Vi kan ikke overbelaste pengepolitikken. Derfor må reguleringene av

finansnæringen, skattesystemet og budsjettpolitikken bidra til å nå andre mål i den økonomiske politikken.

Takk for at jeg fikk innlede.