

Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Innledning til høring i Stortingets finanskomité 18. mai 2010

Det tas forbehold om endringer under fremføringen. Innledningen bygger på Norges Banks "Årsmelding og rekneskap 2009", Pengepolitisk rapport 1/10 og hovedstyrets vurderinger fram til rentemøtet 5. mai.

Takk til komiteens leder, og takk for anledningen til å gjøre rede for utøvelsen av pengepolitikken i forbindelse med Stortingets behandling av regjeringens finansmarknadsmelding. Redegjørelsen bygger på bankens årsmelding, men er oppdatert med hovedstyrets vurderinger fram til siste rentemøte og ny informasjon fram til i dag. Jeg ser også hen til årets rapport fra det såkalte Norges Bank Watch, som er en faggruppe som vurderer pengepolitikken.

1. Nye ubalanser

Figur. Anslag på BNP-vekst i 2010

Den mest akutte fasen av krisen i finansmarkedene har en tid sett ut til å være over. I de fleste deler av verden er det igjen vekst i produksjonen. Oppgangen har vært sterkest i de fremvoksende økonomiene i Asia. Oppsvinget i OECD-området har vært mer moderat. Økonomien i mange land vil fortsatt bli preget av mye ledig produksjonskapasitet.

Figur. Nye ubalanser – statsgjeld i G7-landene

Men utviklingen er skjør. Krisen har skapt nye ubalanser. I mange land har underskuddene i statsfinansene økt mye, og flere land er i en statsfinansiell krise. Statsgjelden i de store industrilandene er like høy, målt som andel av BNP, som den var like etter krigen da de hadde finansiert høye militære utgifter med lån.

Figur. Nye ubalanser – økt arbeidsledighet

Selv med store skattelettelser, sterk vekst i offentlige utgifter og svært lave renter har arbeidsledigheten økt mye både i USA og Europa. I mange land har ledigheten nådd tosifrede tall. Det er fare for at ledigheten vil få varig feste, kanskje særlig i Europa.

2. Finanskrisen

Figur. Krisen og statspapirmarkedet

Etter en lang oppgangskonjunktur bygget finanskrisen seg opp fra sommeren 2007.

Høsten 2008 brøt det ut en krise som rammet hele det finansielle systemet. Etter konkursen i investeringsbanken Lehman Brothers stoppet aktiviteten i penge- og kredittmarkedene nesten opp. Risikopåslagene i pengemarkedene og på kredittobligasjoner ble svært høye. Statene prøvde å stabilisere den økonomiske utviklingen med støtte til bankene,

skattelettelser og økte utgifter. I denne fasen var det bare mindre utslag i de rentene statene møter når de låner. Rentenivået i Hellas og Irland økte tydelig.

Fallet i finansmarkedene stoppet i begynnelsen av mars 2009. Den 9. mars 2009 offentliggjorde den amerikanske sentralbanken resultatene fra en inngående testing av soliditeten i det amerikanske banksystemet. I ettertid kan det se ut til at bedre oversikt reduserte usikkerheten i finansmarkedene. Vi fikk deretter en periode med oppgang i de internasjonale aksjemarkedene, og påslag og premier ble redusert.

Fram til sist høst stilte markedene i liten grad spørsmål ved statenes evne til å finansiere underskuddene på budsjettene og betjeningen av gjeld. Utover høsten i fjor gikk krisen inn i sin hittil siste fase, og flasketuten pekte mot Hellas. Underskuddet på statsbudsjettet ble vesentlig større enn tidligere rapportert og varslet. Det ble også meldt om feil i tallene for statsgjelden. Irland hadde allerede gjennomført innstramminger og kom derfor bedre ut.

Den siste tiden har usikkerhet om den økonomiske situasjonen i Hellas smittet over på andre søreuropeiske land. Det har også påvirket de europeiske penge-, obligasjons- og valutamarkedene. Aksjemarkedene har falt mye i verdi. Hellas, Det internasjonale valutafondet og eurolandene kom 2. mai fram til en avtale som gir Hellas et samlet lån på 110 milliarder euro. Hellas har lagt fram et økonomisk program for å stabilisere og deretter redusere statsgjelden og for å øke vekstevnen i økonomien. Lånet til Hellas dempet ikke uroen. Tvert i mot økte påslagene. Flere stater sto i fare for ikke å kunne betale sine regninger.

I et krisemøte 8–9. mai gikk derfor finansministre i EU inn for å etablere låneordninger på 500 milliarder euro til støtte for land som ikke får lån i markedene. Det meste skal dekkes med lån med garanti fra enkeltland i euroområdet. Valutafondet vil kunne bistå med lån på grunnlag av søknad fra det enkelte landet, og til sammen kanskje opp mot 250 milliarder euro. Flere land varslet økte innsparinger i budsjettene. Den europeiske sentralbanken kjøper stats- og andre obligasjoner og tilbyr ekstra lån til bankene for å få markedene til å virke. Dessuten er det på ny inngått avtaler mellom den amerikanske og andre sentralbanker for mulig tilførsel for å unngå svikt i markedet for dollar utenfor USA

Figur. Faktiske og forventede styringsrenter

3. Norsk økonomi

For å dempe virkningene av finanskrisen ble styringsrentene ute satt kraftig ned i 2008. Renten er fortsatt nær null i flere land.

Også her hjemme ble styringsrenten redusert fra høsten 2008. Norges Bank satte i tillegg i verk en rekke særskilte tiltak for å bedre flyten av kreditt. Det ble tilført likviditet med lengre løpetid, bankene fikk direkte tilgang til dollar og kravene til sikkerhet for lån i Norges Bank ble lempet. Etter råd fra Norges Bank og forslag fra Finansdepartementet vedtok Stortinget at bankene skulle få adgang til å bytte obligasjoner med fortrinnsrett mot statspapirer. Statens finansfond og Statens obligasjonsfond ble opprettet for å styrke tilgangen av egenkapital til bankene og lån til virksomheter. I tillegg bevilget Stortinget blant annet midler til vedlikehold og investeringer i stat og kommune for å holde aktiviteten i norsk økonomi oppe.

Figur. Vekst fra forrige kvartal

Veksten i Norge stoppet opp høsten 2008, og produksjonen falt i både fjerde kvartal og i første kvartal 2009. Fra annet kvartal var det igjen vekst. Den kraftige nedgangen i renten, sammen med økte offentlige utgifter og høye oljeinvesteringer har bidratt til å holde aktiviteten oppe. Kapasitetsutnyttningen er likevel fortsatt lavere enn normalt, men lavkonjunktoren ser så langt ut til å ha blitt mild.

Uten lave styringsrenter ville inflasjonen ha falt for mye.

Arbeidsledigheten økte mindre i fjor enn vi ventet. Bedriftene holdt på arbeidskraften selv om aktiviteten falt, og mange unge trakk seg ut av arbeidsstyrken og valgte utdanning. At konjunkturedgangen er mild i Norge kommer også til uttrykk i inntektsoppgjørene hvor det blir tatt ut klart større lønnsøkning enn hos våre handelspartnere.

Figur. Utfasing av tiltak

Utover våren i fjor begynte likviditetspremiene i penge- og obligasjonsmarkedene i Norge å falle. Etter hvert som disse markedene begynte å fungere mer normalt, kunne vi fase ut de særskilte tiltakene. Etter februar i fjor ble det ikke lenger tilbudt lån med lang løpetid. Etter mai tilbød vi ikke nye valutabytteavtaler. Våren 2009 så vi de første tegn til at markedet for obligasjoner med fortrinnsrett begynte å fungere. I juni ble det varslet at bytteordningen ville bli faset ut ved at minsteprisen i ordningen gradvis ble tilpasset den renten som det da var begynt å bli omsetning til i markedet. Og til sist, fra oktober strammet Norges Bank til kravene for sikkerhet for lån.

Figur. Norges Banks prognose for renten

Våre prognoser for renten ble justert opp og pekte mot at renten ville bli satt opp når virkningene av finanskrisen avtok. Siden oktober i fjor har styringsrenten blitt hevet med i alt 0,75 prosentenheter til 2 prosent. Vår prognose fra mars tilsier at styringsrenten skal bli økt jevnt og trutt opp mot et mer normalt nivå, men mer langsomt enn vi ventet i fjor høst. Hendelsene i Europa og i finansmarkedene de siste ukene har økt usikkerheten om utsiktene for europeisk og norsk økonomi og for renten.

4. Enkelte lærdommer av finanskrisen

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. I tillegg kan endringer i renten bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. I vurderingene av utsiktene for priser og produksjon ser vi også på boligpriser, samlet kreditt og kronekursen. Slik teller disse størrelsene med når vi setter renten.

Figur. Inflasjon

Inflasjonsstyringen har tjent norsk økonomi vel i opptakten til krisen og senere. Inflasjonsforventningene er godt forankret. Det skyldes blant annet at inflasjonen i gjennomsnitt over tid har vært nær, om enn noe lavere enn målet på 2,5 prosent, og at de

årlige variasjonene ikke har vært store. Nå er inflasjonen målt ved KPI 3,3 prosent, men målt uten den midlertidige økningen i strømprisene er den 2 prosent. Inflasjonen vil falle utover året. I oppgangsårene og helt fram til sommeren 2008 bidro økning i renten til å holde inflasjonen nede. Under krisen kunne vi redusere renten markert uten at forventningene til fremtidig inflasjon tiltok. Realrenten ble negativ. Renteutviklingen stoppet raskt nedgangen i forbruk og prisene på eiendom.

Figur. Kronekursen

Også kronekursen har i det vesentlige bidratt til å stabilisere utviklingen i inflasjon og sysselsetting. På kort sikt kan kronekursen svinge mye, og den svekket seg høsten 2008 fordi kapitalen søkte tryggere havner. Det hjalp næringslivet gjennom den første fasen av nedgangen. Kronen har senere styrket seg vesentlig. Det har dempet utsiktene for inflasjonen.

Erfaringer fra krisen i andre land er at pengepolitikken alene ikke kan sikre en stabil økonomisk utvikling. Pengepolitikken har lav og stabil inflasjon som mål og bare et virkemiddel, og renten er grovkalibret. Derfor må blant annet reguleringene av finansnæringen og skattesystemet bidra mer til å nå andre mål.

Figur. Finansieringskilder til banker i Norge

I Norge var det mye som fungerte under finanskrisen. Bankenes egenkapitaldekning var i utgangspunktet ganske god. Dessuten var det høy kvalitet på bankenes kjernekapital, og vi hadde en sikringsordning som var fondert, om enn knapt, med innbetalt kapital fra bankene. Norges Bank har også rike valutareserver og kunne tilføre valuta til bankene.

Norske banker merket den globale finanskrisen først og fremst ved at tilgangen på finansiering sviktet. Over tid har bankene i stigende grad lånt ganske kortsiktig i det internasjonale markedet for å finansiere sine utlån. Dette er hovedårsaken til at norske banker fikk problemer da finansieringen fra utlandet stoppet opp i 2008. For norske banker ble finanskrisen først og fremst en finansierings- og likviditetskrise.

Nye og økte krav til egenkapital og likviditet i bankene kan skape større stabilitet i det finansielle systemet. Trolig bør kravene være strammere i Norge enn de minstekrav det vil være mulig å bli enige om internasjonalt. Det er også viktig å samarbeide med de andre nordiske landene for å motvirke at deres banker – i ly av mildere reguleringer – aggressivt selger lån i Norge.

Figur. Vekst i husholdningenes gjeld og i boligpriser

Den internasjonale finanskrisen har vist at kredittsykler og bobler i eiendomsmarkedet som sprekker, er en av de største utfordringene i den økonomiske politikken. Erfaringer fra mange land over flere tiår har vist at boligpriser og boliglån gjerne stiger før kriser i bankene bryter ut [\(1\)](#).

I Norge får folk fradrag i skattbar inntekt for renteutgifter, men må ikke skatte av stigningen i verdien og fordelene av å bruke egen bolig. Boligen skattlegges som formue, men ikke til

virkelig verdi. Høy skattesubsidiering av eie av bolig og stor andel av lån til flytende rente bidrar til at aktivitet og priser i det norske boligmarkedet svinger mye. Veksten i boligpriser de to siste tiårene har også vært sterk sammenliknet med land hvor boligbobler nå har bristet. Høye boligpriser og stor gjeld hos norske husholdninger gjør økonomien sårbar.

I mars i år la Finanstilsynet fram nye retningslinjer for forsvarlig praksis for utlån til boligformål. Retningslinjene kan komme til å dempe veksten i gjeld og boligpriser noe.

Den globale finanskrisen har avdekket svakheter i det finansielle systemet.

Reguleringen av finansinstitusjoner bør søke å begrense ikke bare risikoen i hver enkelt bank, men også risikoen i hele det finansielle systemet. Samspillet mellom finansinstitusjonene forsterker risikoen.

I dag kan vi se at selve overraskelsen over hvor sammenvevd finansmarkedene var, forsterket krisen. Tapene på dårlige amerikanske boliglån utløste mistillit til hele det finansielle systemet. Finansinstitusjoner begynte å tvile på sine motparter. De lot derfor være å gi lån til hverandre.

Erfaringene tilsier strammere regulering av systemviktige banker. Det kan for eksempel skje ved å innføre høyere krav til kapital og likviditet i slike banker. Kravet til kapital for å yte boliglån bør i større grad gjenspeile samlet risiko ved slike lån.

Figur. Offentlig budsjettbalanse og offentlig bruttogjeld

Det har vært reist berettiget kritikk mot de internasjonale bankene. Nå kommer styringen av statsfinansene i mange land mer i søkelyset. Særlig i enkelte land i Europa synes svikten å ha vært stor. Retningslinjene for budsjettpolitikken i EU har blitt utvannet, og heller ikke fulgt. Land har eksperimentert med budsjettreglementer, og de har finansiert offentlig investeringer som krever drifts- og vedlikeholdsutgifter, men gir lite inntekter, med lån. Med store underskudd i utgangspunktet har krisen ødelagt statsfinansene i mange land. Den økonomiske utviklingen de nærmeste 5–10 årene vil bli preget av de innstramningene landene nå må gjennomføre.

Det er unntak. Nordiske land har orden i sine statsfinanser. Det gir et bedre utgangspunkt.

Med mye penger på statens bok kunne norsk økonomi et godt stykke på vei skjermes fra virkningen av finanskrisen i 2008 og 2009. Norge har hatt handlefrihet fordi solide statsfinanser skaper troverdighet, og fordi inflasjonsforventningene er godt forankret. Selv om oljeprisen falt fra nærmere 150 dollar per fat sommeren 2008 til nesten 30 dollar ved slutten av året, ble det ikke stilt spørsmål ved de norske statsfinansene. Og oljeprisen økte dessuten markert allerede våren i fjor. Oljefondsmekanismen demper virkningene på etterspørsel og produksjon – samt på inflasjon og kronekurs – når oljeprisen svinger.

Statens pensjonsfond utland er dessuten en viktig kilde til å finansiere offentlige utgifter i tiårene som kommer. De innstramningene i velferdsstatens ordninger som nok vil tvinge seg fram etter hvert som eldrebølgene slår inn, vil bli mindre enn de ville vært uten fondet.

5. Noen utfordringer for norsk økonomi

Figur. Utfordringer for norsk økonomi

I perioden fra 1992 til 2008 opplevde norsk økonomi en lang oppgang. På 2000-tallet begynte kostnadsnivået å stige. Det skyldtes at vårt bytteforhold med utlandet bedret seg kraftig. Prisene på norske varer, som olje, gass, metaller, stein og fisk, steg markert og samtidig falt prisene på våre importvarer.

Ser vi fremover, kan vi ikke regne med at drivkreftene vil falle like heldig ut. Det skal mye til for at eksportprisene igjen får et kraftig løft. Dessuten er vår økonomi blitt sårbar. Norsk arbeidskraft har aldri vært så dyr som nå. Målt mot Norges handelspartnere er kostnadsnivået nå nesten 20 prosent høyere enn gjennomsnittet i vår oljealder. Norske virksomheter vil ofte tape i anbud og konkurranser når det nå er mye ledig kapasitet i andre land.

I oppgangen levde norske bedrifter godt med de høye kostnadene fordi de ble mer effektive og fordi avsetningen var god og salgsprisene høye. Norsk arbeidskraft har vært svært dyr, men likevel fullt sysselsatt. Fremover vil markedene bli mer krevende. Selv om vi har flytende valutakurs, kan vi ikke vente at vårt særskilte kostnadsnivå faller mye, for konjunktorene er enda svakere i landene rundt oss.

Næringsstrukturen i Norge skiller seg fra den i andre industriland. Vi vinner når asiatiske land vokser fordi vi produserer mye råvarer og frakt. Vi er utsatte hvis veksten svikter i Asia. Da kan råvareprisene falle, og bytteforholdet få en knekk. Samtidig kan høyt kostnadsnivå gjøre det vanskelig for næringslivet å skifte til nye markeder.

Den økonomiske geografien i Norge vil endre seg de neste 10-15 årene. Vårt kostnadsnivå og lav vekst i Europa vil sette arbeidsplasser og næringslivet i industrisamfunn under press. Tap av arbeidsplasser vil ramme hardest der industrien veier tyngst. Hele industrigrener kan gå tapt.

6. Avslutning

La meg avslutte.

For å dempe virkningene av finanskrisen på norsk økonomi ble styringsrenten satt kraftig ned. Det bidro til at veksten i norsk økonomi tok seg opp. Det er utsikter til at inflasjonen over noe tid holder seg ganske nær det målet regjeringen har satt. Nedgangen i Norge ble mild, og vi har ikke fått høy arbeidsledighet. Utviklingen i Europa øker usikkerheten om utsiktene også for norsk økonomi.

Takk for at jeg fikk innlede.

Fotnoter

1) Se Carmen M. Reinhart og Kenneth S. Rogoff (2009): "This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly", Princeton University Press