

Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Svein Gjedrem. Innledning til høring i Stortingets finanskomité 14. mai 2009

Det tas forbehold om endringer under framføringen. Innledningen bygger på Norges Banks "Årsmelding og rekneskap 2008", Pengepolitisk rapport 1/09 og hovedstyrets vurderinger fram til rentemøtet 6. mai.

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

Pengepolitikken i Norge er rettet inn mot å holde lav og stabil inflasjon. Det operative målet er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Inflasjonsmålet er et anker for forventningene om fremtidig inflasjon i valutamarkedet, for partene i inntektsoppgjørene og for de som setter priser på varer og tjenester. De siste årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært ganske nær, men noe lavere enn, målet på 2,5 prosent.

Veksten i konsumprisene nådde en topp i oktober 2008. Den har siden avtatt. I april i år var veksten i KPI 2,9 prosent. Prisveksten målt ved KPI svinger en del fra måned til måned, i første rekke som følge av store utslag i energiprisene, men også andre midlertidige forstyrrelser bidrar til svingningene.

KPIXE viser utviklingen i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energiprisene. Denne indikatoren gir et bedre bilde av den underliggende prisveksten. Målt slik nådde prisveksten en topp på 3 prosent i fjor høst. Siden har den underliggende prisveksten avtatt noe og var i april 2,7 prosent.

Renten går opp i gode tider når vi venter at inflasjonen vil tilta og ned når vekst og inflasjon avtar. Renten er et grovt virkemiddel, som vi kan bruke til å holde inflasjonen i sjakk over tid og slik bidra noe til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. Vi har sett at når renten settes opp for å dempe stigningen i prisene på varer og tjenester, virker rentesettingen også til å stabilisere formuesprisene. Oppgaven med å styre inflasjonen er i seg selv krevende. Virkemiddelet vi har, må ikke bli lesset over med for mange oppgaver.

Det er en arbeidsdeling i den økonomiske politikken. Lønnsdannelsen og økonomiens strukturer og insentiver legger grunnlaget for hvor godt og effektivt vi utnytter arbeidskraften og andre realressurser på lang sikt. Pengepolitikken styrer inflasjonen på mellomlang og lang sikt og kan i tillegg bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. Statsbudsjettet – veksten i offentlige utgifter – påvirker den reelle kursen på kronen og størrelsen på det konkurranseutsatte næringslivet på lang sikt. Handlingsregelen – retningslinjen for finanspolitikken – bidrar til forutsigbarhet om bruken av oljeinntekter i norsk økonomi, selv når budsjettet fra år til år aktivt brukes til å stabilisere den økonomiske

utviklingen og selv når de automatiske stabilisatorene får virke. En temmelig jevn innfasing over tid demper utslagene i kronen og reduserer risikoen for brå og store omstillinger mellom konkurranseutsatte og skjermede næringer. På den måten bidrar rammeverket til mer stabile forventninger, blant annet om utviklingen i kronekursen og konkurransevnen.

Krona flyter og svinger en del. Den har hatt en tendens til å styrke seg i gode tider og falle i verdi ved negative forstyrrelser. Likevel bidrar budsjettpolitikken og oljefondsmekanismen til stabilitet i krona. Det ser vi tydelig hvis vi sammenligner utviklingen i krona de senere år med valutaer til andre åpne økonomier som eksporterer mye råvarer, som Australia og New Zealand.

Konjunktoren i Norge snudde for litt over ett år siden. Boligprisene hadde begynt å falle, veksten i forbruket stoppet etter hvert opp og igangsettingen av boligbygg gikk ned. Fram mot høsten i fjor så det ut til at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi mest trolig ville avta mot et normalt nivå, inflasjonen ville stabilisere seg rundt 2½ prosent, og styringsrenten kunne holdes på det vi regner som et normalt nivå – mellom 5 og 6 prosent. Men, utsiktene ble vurdert å være usikre. Råvareprisene steg og trakk inflasjonen opp i mange land. Samtidig var veksten i lønningene blitt høy her hjemme, og stigningen i produktiviteten avtok. På den andre siden kunne uroen i finansmarkedene, hvis den tiltok, ramme verdensøkonomien og vår eksport hardt.

I september i fjor slo uroen i finansmarkedene ut i full krise verden over. Konkursen i Lehman Brothers 15. september i fjor utløste en tillitskrise i finansmarkedene.

Omslaget var kraftig og traff synkront nær sagt alle finans- og vare- og tjenestemarkeder, ikke bare i USA, men også i Europa, Asia, Latin-Amerika og Oseania.

Krisen ute fikk raskt virkning her hjemme. Våre banker og flyten av lån og penger er tett vevd sammen med markedene ute. Bankenes finansiering i andre land ble dyr og stoppet nesten opp. De reagerte med å øke rentene til bedrifter og husholdninger, og de skrudde til lånekranen.

Stadig større deler av næringslivet fikk merke nedgangen utover høsten. I august i fjor fortalte industribedriftene i vårt regionale nettverk at veksten ville holde seg oppe. I november beskrev de omslaget som "et infarkt".

Offentlige myndigheter verden over har satt inn omfattende tiltak for å bedre bankenes likviditet og soliditet, øke etterspørselen etter varer og tjenester og få kredittmarkedene til å fungere. I flere land er styringsrentene satt nær null.

Også her hjemme er det satt i verk en rekke tiltak for å dempe virkningene av finanskrisen. Norges Bank har tilført mer likviditet til bankene og lempet på kravene til sikkerhet for lån. Vi har ytt kreditt med lengre løpetid, brukt valutabytteavtaler både mot dollar og euro for å tilføre norske kroner samt lånt norske kroner som vi nå selv kan skaffe oss fra den amerikanske sentralbanken. Styringsrenten er blitt redusert med 4,25 prosentpoeng siden 15. oktober i fjor, til 1,5 prosent. For å lette bankenes mulighet til å finansiere seg har staten gitt bankene tilgang til likvide statspapirer i bytte mot boliglånobligasjoner utstedt av bankenes kredittforetak. Staten har også gitt økte lån og garantier for norsk eksport og økt

rammene for statsbankene. Samtidig får Folketrygdfondet øke sine kjøp av obligasjoner. For å sikre bankenes soliditet legger myndighetene opp til å tilføre risikokapital til norske banker gjennom Statens finansfond. For å dempe fallet i aktiviteten i norsk økonomi, økes statens utgifter med over 10 prosent i år.

I kapittel 1, § 3 i lov om Norges Bank heter det at: "[...] banken skal underrette departementet når det etter bankens oppfatning er behov for tiltak av penge-, kreditt, og valutapolitisk karakter av andre enn banken."

Med bakgrunn i denne bestemmelsen, tok Norges Bank, med brev til Finansdepartementet 6. oktober, initiativet til at staten etablerte byttelånsordningen. Vi foreslo også i brev 18. desember tiltak for å styrke soliditeten i bankene.

Figurene viser hendelser og de tiltak og forslag Norges Bank har kommet med. En kritisk periode var i slutten av september og i begynnelsen av oktober med sammenbrudd i investeringsbanken Lehman Brothers, sparebanken Washington Mutual og forsikringselskapet AIG.

De omfattende tiltakene som har vært satt i verk, har virket.

Forskjellen mellom den styringsrenten Norges Bank setter og renten i pengemarkedet – påslaget – har falt, men er fortsatt høyere enn før krisen. Likviditeten flyter kanskje litt bedre mellom bankene, men pengemarkedet er fortsatt segmentert og sentralbanken en viktig møteplass.

Selv om premiene i penge- og kredittmarkedet har vært høye og svingt mye, har endringer i styringsrentene fått gjennomslag i pengemarkedsrentene. Pengemarkedsrentene, som en stund var over 8 prosent, er nå rundt 2 ½ prosent. Bankenes utlånsrenter har også gått mye ned.

Pengepolitikken påvirker aktivitetsnivået i økonomien gjennom realrenten.

Realrenten er lik styringsrenten pluss et risikopåslag minus forventet inflasjon.

Forankring av inflasjonsforventningene fører til at endringer i styringsrenten får gjennomslag i realrenten. I noen land er det utsikter til at inflasjonen vil avta mot null. Det fører til at realrenten holder seg oppe selv om styringsrenten settes ned. I små land hvor det ikke har vært tillit til at inflasjonen vil holde seg stabil, har myndighetene måttet sette renten betydelig opp for å hindre en ukontrollert svekkelse av valutakursen. Det forsterker utslagene i produksjonen.

Mindre prisstigning ute og lavere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi vil dempe prisveksten fremover. Det er utsikter til at inflasjonen en tid vil ligge under 2,5 prosent. Det er derfor riktig å sette renten lavt slik at ikke inflasjonen faller for langt under målet, og inflasjonsforventningene mister feste. Det er også riktig å sette renten lavt for å dempe nedgangen i aktiviteten.

Vi har allerede satt renten ned mye. I tiden som kommer vil vi gå mer gradvis fram for å vurdere hvordan de tiltakene som allerede er gjennomført, slår ut. Går det som vi venter, kan styringsrenten komme ned til 1 prosent i andre halvår i år.

Men anslagene er usikre. Konjunktorene kan snu raskere enn ventet. Den lave renten kan føre til at sparingen her hjemme ikke tar seg opp slik vi antar eller til at kronen svekker seg vesentlig. Da kan styringsrenten bli satt høyere enn vi nå anslår. På den andre siden er det risiko for at tilbakeslaget i Norge blir kraftigere og varer lenger, eller at kronen styrker seg vesentlig. I så fall kan det være riktig å bruke virkemidlene sterkere.

Tilbakeslaget ute og de uvanlige forholdene i kredittmarkedet vil prege norsk økonomi en tid fremover. Vi anslår at BNP for Fastlands-Norge vil falle med én prosent fra 2008 til 2009.

Arbeidsledigheten har økt siden høsten 2008, men er fortsatt lav. Vi ser for oss at ledigheten fortsetter å stige ut året og inn i neste år. Lavere lønnsomhet i bedriftene, økende ledighet og mindre prisstigning gir moderate lønnstillegg. Lønnsveksten vil falle vesentlig fra i fjor til i år.

Husholdningene ser mørkere på fremtiden enn før, men pessimismen forsterker seg nå ikke så mye. Det private konsumet og boliginvesteringene har falt en tid, mens boligprisene synes nå å ha stabilisert seg, og kanskje begynt å øke igjen.

Husholdningenes sparing øker nå mye fra et negativt nivå.

Bankenes vilje til å gi lån til husholdningene har stabilisert seg etter innstrammingen i fjor høst. Men de fortsetter å stramme inn overfor foretakene. Bankene øker sine marginer og gebyrer og de stiller økte krav til egenkapital i bedriftene som etterspør lån.

Samtidig er det dyrt å låne i verdipapirmarkedet. Statens obligasjonsfond letter tilgangen, i første rekke for foretak med moderat eller høy kredittverdighet.

Bankene på sin side har nå på grunn av alle de offentlige tiltakene ganske god tilgang på kort- og mellomlangsigte finansiering. Norges Bank har tilført bankene rikelig med kortsiktig likviditet. Lån med lengre løpetid har nådd bredt, og stadig flere aktører deltar i byttelånsordningen.

Vi ser her en oversikt over hvor mye ulike banker eller kredittforetak har benyttet seg av denne ordningen, som andel av deres forvaltningskapital. Så langt er det 15 banker eller kredittforetak som er med. Aktørene melder at byttelånsordningen er en god måte å skaffe seg finansiering på i dagens marked. Staten får, som rimelig er, en kompensasjon for å stille statskassevekslene til rådighet. Den har vært på i størrelse en halv prosent.

Vi ser en mulighet for at det med mye statskasseveksler i omløp vil danne seg et marked for lån i norske kroner mellom banker der statspapirer brukes som sikkerhet. Det vil i så fall gi et norsk pengemarked som er mer skjermet fra skiftende værforhold i dollarmarkedet. Dit er vi ennå ikke kommet.

Bankenes egenkapital er seks prosent av deres balanse. Dette er lavt sett i et historisk perspektiv, men ikke sammenlignet med banker i andre land. Bankvirksomhet er medsyklisk. Den forsterker konjunktorene. I oppgangstider er tapene på utlån lave, og bankene tjener på økt omsetning. Kapital er lett tilgjengelig. I nedgangstider øker bankenes tap, og inntjeningen og tilgangen på egenkapital kan svikte, slik at bankene må stramme inn på sin utlånspraksis.

Norske banker trenger mer kapital i tiden fremover for å kunne møte forventede og eventuelle overraskende tap og for å oppfylle de økte krav som deres motparter stiller til kapitaldekning. Statens tilbud om tilførsel av kjernekapital gjennom Statens finansfond vil nå gjøre bankene i stand til å bedre soliditeten uten å rasjonere kreditt. Det må ikke være tvil om at bankene har den kapitalen de trenger.

De tiltak jeg nå har drøftet, er satt i verk for å dempe utslagene av finanskrisen. Et annet spørsmål er hvilken lærdom vi kan trekke. Myndighetene i mange land arbeider nå for at finansmarkedene skal bli mer robuste. Fire forhold peker seg ut.

For det første, for en gitt risikovurdering må det stilles krav om høyere egenkapital i bankene. Banker beregner hvor mye kapital de trenger med egne risikomodeller. Modellene fanger opp hvilke tap og gevinster utlån tidligere har gitt. Kravene til egenkapital følger av hvor risikoutsatte plasseringene er ut fra disse erfaringene. Det har vært en svakhet at modellene, og dermed risikovurderingene, bygger på for kort historie. Bankene må ikke kunne redusere egenkapitalen under et minimumsnivå, selv om de yter lån som ifølge deres modeller tilsynelatende gir lav risiko.

For det andre, regelverket må i mindre grad bidra til å forsterke konjunktoren. Når tapene nå stiger, som følge av det brå og sterke omslaget, må bankene, ifølge risikomodellene, øke egenkapitalen. Slik forsterker reglene konjunktoren. Det må derfor kreves at bankene bygger opp gode støtdempere over minstekravet i normale tider. Da trenger de ikke å øke sin egenkapital når konjunktorene snur, men kan tvert imot tåle å ta tap. Det vil motvirke at bankene må rasjonere kreditt i dårlige tider.

Mange norske banker har ikke store nok støtdempere i dag, verken for sitt eget, sine eieres eller økonomiens beste.

For det tredje; bankenes måte å finansiere seg på gjør dem sårbare. Tidligere skaffet de norske bankene seg midler i det vesentlige ved innskudd fra personer og bedrifter. De senere årene har bankene lånt mye i markedene ute og hjemme. Det har vist seg under krisen å gi bankene en stor likviditetsrisiko. I fremtiden må regelverket og praksis igjen bygge på at innskudd blir den største kilde til finansiering av bankene. Vi ser også for oss at markedet for boliglånsobligasjoner blir viktig. Byttelånsordningen kan sees å bygge bro til et slikt marked.

For det fjerde; nasjonale tilsynsmyndigheter kan vegre seg mot å stille strenge krav til sine banker i frykt for at deres evne til å konkurrere skal bli dårligere. Slik glidning i regelverket mot et – for lavt – felles minstenivå er viktig å unngå. For Norge er det vesentlig at reglene blir praktisert både stramt og likt i de nordiske landene.

La meg avslutte.

Verdensøkonomien er i disse dager inne i den dypeste lavkonjunkturen i etterkrigstiden, til tross for myndighetenes sterke bruk av ulike tiltak. Krisen rammer de fleste markeder og land, også Norge.

Vi setter renten lavt for å dempe nedgangen i aktiviteten og motvirke at inflasjonen kommer for langt ned.

Norges Bank har i tråd med vårt mandat lagt vekt på å forankre og styrke forventningene til at inflasjonen fremover skal være lav og stabil. Det gjør at pengepolitikken virker mer effektivt.

Takk for at jeg fikk innlede.