

Pengepolitikkenes verktøykasse

Foredrag av sentralbanksjef Øystein Olsen på et seminar i regi av Senter for monetær økonomi (CME)/Handelshøyskolen BI, 8. oktober 2019.

Innledning

Etter finanskrisen er pengepolitikken strukket langt i mange land. Nye, alternative virkemidler ble tatt i bruk. Rentene i mange land er fortsatt negative.

Ser vi bort fra de første hektiske månedene etter Lehman Brothers fall i 2008, har det ikke vært nødvendig å ty til alternative pengepolitiske virkemidler i Norge. Slik vi vurderer utsiktene, vil det heller ikke bli aktuelt fremover. Men vi har ingen garanti for at økonomien ikke vil kunne bli utsatt for kraftige tilbakeslag. Skulle det skje, vil det være klokt å ha tenkt gjennom hvilke virkemidler som vil kunne fungere her hjemme. Norges Bank har derfor vurdert hva som kan tenkes å være nyttige redskaper i den pengepolitiske verktøykassen.

I noen grad kan våre vurderinger bygge på erfaringene andre land har gjort i årene etter finanskrisen. På noen områder som er viktige for gjennomslaget av pengepolitikken, skiller imidlertid Norge seg ut. Det kan bety at de mest brukte alternative virkemidlene ute, ikke vil være like naturlig å ta i bruk hos oss. I dagens foredrag vil jeg dele noen av de tankene vi har gjort oss, med dere.

En vurdering av hvilke verktøy som vil kunne være nyttig, avhenger dels av særtrekk ved det norske låne- og finansmarkedet og dels av hvilke forstyrrelser som treffer oss. Verktøy vi tyr til i en krise, kan være mindre velegnet i en normalsituasjon. Gevinster må veies mot kostnader. Det bringer oss over på noen sentrale spørsmål som delvis henger sammen: hvilket ambisjonsnivå skal pengepolitikken ha, og hvor langt skal pengepolitikken strekkes før andre deler av den økonomiske politikken må overta?

Konvensjonell pengepolitikk – hvor stort er handlingsrommet?

Figur: Styringsrenten i Norge

Først noen ord om vårt viktigste virkemiddel i pengepolitikken – styringsrenten. Siden bunnen på 0,5 prosent er den satt gradvis opp, til 1,5 prosent. Økningen gjenspeiler at det går godt i norsk økonomi.

I vår renteprognose fra september holder renten seg nær dagens nivå på 1,5 prosent de nærmeste par årene. På den ene siden er det fortsatt god vekst i

norsk økonomi, prisveksten er nær målet og kapasitetsutnyttningen er noe over et normalt nivå. På den andre siden er det betydelig usikkerhet om vekstutsiktene internasjonalt. Rentebanen gjenspeiler en avveining mellom disse forholdene.

Figur: Lave styringsrenter ute

En rente på 1,5 prosent er vesentlig lavere enn hva renten har ligget på i gjennomsnitt siden inflasjonsstyring ble innført i 2001. Det må ses i lys av vedvarende lave renter hos våre handelspartnere. Veier vi våre handelspartnere sammen, får vi en forventet styringsrente som er nær null ved utgangen av 2022. Hos noen av våre viktigste handelspartnere er markedsrentene negative for løpetider helt ut til 10 år.

Trass i de lave rentene, er det få tegn til press i økonomiene hos våre handelspartnere. I USA, euroområdet og Storbritannia har arbeidsledigheten riktignok falt jevnt og trutt i flere år, og til noe lavere nivåer enn før finanskrisen. Likevel er lønnsveksten fortsatt moderat og inflasjonen under målet i flere av landene rundt oss.

Figur: Ledighet og inflasjon i utvalgte land

Kombinasjonen av langvarige lave renter, moderat økonomisk vekst og lav inflasjon tyder på at motkrefter har dempet effekten av de pengepolitiske tiltakene. Dette kan være rent forbigående forhold, som at høy usikkerhet bidrar til økt sparing og lav investeringsvilje. Men kreftene er også av mer strukturell art, med rot i demografiske trender, økte inntektsforskjeller og et globalt press på lønninger for store grupper av arbeidstakere. Konsekvensen synes uansett å være at det rentenivået som er forenlig med normal vekst og inflasjon, det vi betegner som den nøytrale renten, har falt til et lavt nivå. Hvor lenge dette vil vare ved, er vanskelig å si. Men en situasjon der det er gratis å låne og realrenten er klart lavere enn trendveksten i økonomien, er trolig ikke opprettholdbar over tid.

Figur: Anslag på nøytral rente

Den nøytrale renten er ikke observerbar og må anslås. I pengepolitisk rapport legger vi til grunn at den nøytrale realrenten i Norge nå er rundt null. Bak anslaget ligger beregninger fra en rekke ulike modeller. Som vi ser av figuren, viser disse beregningene at den nøytrale renten de siste 20 årene har falt ned mot et historisk lavt nivå nær null. Med et inflasjonsmål på 2 prosent betyr det at ved å sette styringsrenten til null, er det mulig å få realrenten ned mot to prosentenheter under sitt likevektsnivå. [\[1\]](#), [\[2\]](#)

Norges Bank mener at handlingsrommet i pengepolitikken er tilstrekkelig med et inflasjonsmål på 2 prosent. Dels viser internasjonale erfaringer at handlingsrommet i pengepolitikken ikke er uttømt når styringsrenten er nær null. Det kommer jeg tilbake til. De siste 20 årene har dessuten realrenten normalt holdt seg mindre enn to prosentenheter unna sitt antatte likevektsnivå ifølge våre beregninger. [\[3\]](#) Det kan tilsi at en realrente som er to prosentenheter under likevekt, i de fleste tilfeller har gitt en tilstrekkelig stimulans til økonomien.

Figur: Realrente minus nøytral realrente

Men både i 2004 og etter finanskrisen i 2008 var realrenten nesten to prosentenheter lavere enn anslått normalrente. I forbindelse med oljeprisfallet i 2014 var avviket noe større. I etterkant må vi si at norsk økonomi klarte seg relativt bra gjennom disse nedturene. Det skyldes også at andre forhold hjalp til. Etter finanskrisen bidro høye oljeinvesteringer til å dempe nedgangen, og i 2014 ga en svekket valutakurs økonomien god drahjelp. I begge tilfellene fikk vi dessuten betydelig drahjelp fra finanspolitikken.

Et fremtidig alvorlig tilbakeslag kan ramme oss hardere, med mer markerte fall i både sysselsetting og inflasjon. Vi må derfor ta høyde for at det kan oppstå situasjoner som krever ytterligere tiltak, utover det et kutt i styringsrenten ned mot null kan gi. Det gir grunn til å undersøke hva vi har i den pengepolitiske verktøykassen i Norge. Og til å spørre ikke bare når verktøyene bør brukes, men også hvor langt pengepolitikken bør strekkes i en slik situasjon.

Styringsrenten

Styringsrenten er det sentrale virkemiddelet i pengepolitikken. En effektiv pengepolitikk er avhengig av at endringer i styringsrenten slår gjennom i rentene som dannes i markedet. Lykkes sentralbanken også i å påvirke forventningene om fremtidige rentenivåer, blir pengepolitikken mer effektiv.

Et tilbakeslag i norsk økonomi bør først møtes med lavere styringsrente. Ulike sider ved det norske lånemarkedet fører til at et kutt i styringsrenten raskt gir husholdninger og foretak lavere lånekostnader. Et særtrekk er at de fleste norske husholdninger foretrekker flytende rente på sine lån. Vi skal ikke lenger enn til Sverige før andelen lån med flytende rente er klart lavere enn hos oss. I Storbritannia og Tyskland er det kun et lite mindretall som tilpasser seg slik norske husholdninger gjør.

Figur: Andel nye boliglån med flytende rente

Et annet særtrekk er at en stor andel av foretakenes finansiering skjer via bankene og da ofte til flytende rente.

Via de korte rentene i pengemarkedet vil endringer i styringsrenten smitte over på bankenes finansieringskostnader. Den høye andelen flytende rente på norske utlån har sitt motstykke i at bankene ønsker flytende renter på sine innlån. De obligasjonslånene bankene tar opp med fast rente, byttes i stor grad til flytende rentebetaling gjennom derivatmarkedet. I tillegg har de fleste bankinnskuddene fra kunder flytende rente. Under normale forhold vil endringene i finansieringskostnadene i neste omgang veltes over på bankenes lånekunder.

Strukturen i norske lånemarkeder gjør dermed endringer i styringsrenten til et effektivt verktøy. Men hvor lavt kan renten settes før pengepolitikken mister sin virkning?

I Norge har vi ikke hatt lavere styringsrente enn en halv prosent. Andre land har hatt styringsrenter ned til minus 0,75 prosent.

Gjennomgående har negative styringsrenter i andre land slått gjennom til pengemarkedsrentene. Det gjenspeiler at kontanter er et kostbart alternativ til elektroniske penger for aktørene i disse markedene.

Figur: Tremåneders pengemarkedsrente i land med negative styringsrente

Gjennomslaget til ordinære bankrenter er tregere. Husholdninger og små bedrifter kan med relativt moderate kostnader unngå negative innskuddsrenter ved å ta ut penger i kontanter. Tilbyr bankene slike grupper en innskuddsrentene under null, risikerer bankene å miste en viktig del av sin finansiering. Følger innskuddsrentene ikke med styringsrentene nedover i negativt terreng, vil gjennomslaget til bankenes finansieringskostnad gradvis svekkes. Med det dempes eller forsvinner også nedgangen i bankenes utlånsrenter.[\[4\]](#)

For å styrke gjennomslaget til de lange markedsrentene, har flere sentralbanker de siste årene valgt å gi tydeligere signaler om *fremtidige styringsrenter*. Det har skjedd i en situasjon hvor styringsrentene har nærmet seg sin nedre grense og den økonomiske oppgangen fortsatt har latt vente på seg. Enkelte sentralbanker har knyttet signalene om fremtidig rente opp mot bestemte økonomiske indikatorer eller en bestemt tidshorisont.

I Norge har kommunikasjon om fremtidige styringsrenter lenge inngått som en del av den ordinære utøvelsen av pengepolitikken. Siden 2005 har våre pengepolitiske rapporter inneholdt Norges Banks egne anslag for styringsrenten 3-4 år frem. Rentebanen er bankens beste anslag og ikke et løfte. Våre erfaringer med dette virkemiddelet er gode.

Kjøp av verdipapirer

Det siste tiåret har flere sentralbanker også tatt i bruk en annen kanal – veien via sentralbankenes egen balanse. Disse tiltakene kan grovt sett deles i to kategorier: kjøp av langsiktige obligasjoner og ekstraordinære lån til banker med lang løpetid. Målet med balansepolitikken har vært å bringe kostnaden på lån med lengre løpetid ytterligere ned.

Det tiltaket som har fått mest oppmerksomhet, er kvantitative lettelsener – eller QE. Dette forbindes gjerne med sentralbankers kjøp av statsobligasjoner. Kjøpene trekker opp prisen og reduserer renten på disse papirene. I den grad selgerne av obligasjoner vender etterspørselen sin mot andre, mer risikable verdipapirer, kan også renten på disse falle. Sentralbankenes kjøp av statsobligasjoner kan også fungere som et signal om fortsatt lave styringsrenter.

Flere studier tyder på at denne politikken har hatt en klar effekt på renter og finansielle priser.[\[5\]](#) De alternative virkemidlene har nok også stimulert aktiviteten, bidratt til økte inflasjonsforventninger og til å understøtte bankers kredittgivning.[\[6\]](#) Men det er vanskelig å anslå styrken og varigheten av

effektene mer presist. Valg av metode og forutsetninger påvirker resultatene, og anslagene spriker til dels betydelig.

Flere studier peker på at de utradisjonelle virkemidlene virker best når markedene er i ubalanse og når risikopremiene er høye. Etter hvert som renter og risikopremier har falt, eller når styringsrenten nærmer seg sin nedre effektive grense, kan det se ut til at effekten har avtatt.^[7] I dagens situasjon, med svært lave renter i mange land og utsikter til avtakende vekst, gir dette grunn til bekymring. Etter 10 år med lave renter kan flere land være i det som omtales som en likviditetsfelle. Da er det ikke lenger så mye pengepolitikken kan gjøre for å stabilisere økonomien. Det er behov for andre tiltak. I flere land pekes det nå på finanspolitikken.

Diskusjonen rundt bruken av ukonvensjonell pengepolitikk kretser også rundt skillelinjene mellom penge- og finanspolitikken.

La meg først påpeke en mulig misforståelse. Sant nok innebærer kvantitative lettelser at sentralbanker lager nye penger for å betale for sine obligasjonskjøp. Men det betyr ikke at sentralbanken trykker penger for å finansiere offentlige finanser. Kvantitative lettelser innebærer at en samlet offentlig sektor, inkludert sentralbanken, kjøper tilbake én form for gjeld – statsobligasjoner – og erstatter den med en annen – sentralbankreserver. Effekten på økonomien går via lavere langsiktige renter.

Enkelte påpeker likevel at sentralbankers kjøp av statspapirer kan ha «kvasi-fiskal» karakter.^[8] Når sentralbanker kjøper statspapirer i annenhåndsmarkedet, kan det gi statsmyndigheter et insentiv til å utstede mer statsgjeld. Indirekte kan dermed sentralbanken bidra til å finansiere statsutgiftene. Det kan skape et uklart skille mellom penge- og finanspolitikken.

Når det i vår sentralbanklov tydelig slås fast at Norges Bank ikke skal yte kreditt direkte til staten, er det nettopp for å hegne om dette skillet. Denne lovbestemmelsen er ikke til hinder for at banken kan handle statsobligasjoner i annenhåndsmarkedet.

Mye taler likevel for at kjøp av statsobligasjoner ikke er et særlig aktuelt verktøy hos oss. Årsakene er flere.

Som vi har vært inne på, domineres det norske kredittmarkedet av lån med flytende renter. I motsetning til hva vi ser ute, påvirkes låneetterspørselen i liten grad av nivået på lange renter i seg selv. Hvis kjøpene heller ikke får noen særlig effekt på forventninger til fremtidige korte renter, blir effekten ut i resten av vår økonomi liten. Studier fra andre land gir ikke noe entydig svar på om effekten av obligasjonskjøpene har vært størst gjennom fall i forventet styringsrente eller gjennom lavere terminpremier på lange statspapirer.

Tidligere har vi sett at svingninger i norske statsrenter ikke nødvendigvis påvirker andre renter. Under eurokrisen i 2011 og 2012 var det tegn til sterk etterspørsel etter norske statspapirer. Da falt statsrentene nokså mye, først og

fremst som følge av lavere terminpremie. Det smittet i liten grad over på de rentene som er viktige for bankenes finansieringskostnader.

Figur: Renter på norske statsobligasjoner, OMF og swap

Andre lands statsrenter har en viktig rolle som referanse for øvrige renter. Våre statsrenter spiller i liten grad en slik rolle. Relativt til BNP er markedet for statsobligasjoner langt mindre enn i mange andre land, mindre likvid og innslaget av utenlandske eiere er stort.

Hadde vi gjennomført et kjøpsprogram i Norge, er det lite trolig at utenlandske selgere ville vendt seg mot andre norske verdipapirer. Det er grunn til å tro at mange ville tatt pengene fra salget ut av Norge. Det kunne stimulert økonomien gjennom en svakere kronekurs, men det er høyst usikkert hvor mye kursen ville ha reagert.

Et eventuelt kjøpsprogram for norske statspapirer vil også kunne forstyrre markedets virkemåte. Denne kostnaden må tas med i vurderingen. En ytterligere reduksjon av utestående papirer ville bidra til å redusere likviditeten i et marked som i utgangspunktet er lite. I vår økonomi må vi heller se etter andre løsninger.

Utenlandske sentralbanker har også gitt ekstraordinære utlån til bankene og kjøpt obligasjoner med sikkerhet i boliglån – hos oss kjent som OMF. Vi assosierer slike virkemidler med uro i finansmarkedene. I perioder med stor uro og høye risikopåslag i finansmarkedene, kan tiltakene bidra til å redusere bankenes finansieringskostnader og gjøre bankenes finansiering mer forutsigbar. Hensikten er å hindre at brå fall i kredittveksten øker faren for et kraftig økonomisk tilbakeslag eller rammer en økonomi som allerede er svak.

I Norge benyttet staten OMF i den såkalte bytteordningen som ble tilbudt fra november 2008 til oktober 2009.^[9] Bytteordningen var en respons på at bankenes tilgang på langsiktig finansiering ble vesentlig svekket etter konkursen i Lehman Brothers. Tiltaket dempet virkningen av høye risikopåslag i markedet og supplerte kuttene i styringsrenten som ble gjennomført i samme periode.

Ekstraordinære utlån til bankene

Ekstraordinære utlån fra sentralbanken med lengre løpetid var et utbredt virkemiddel for mange sentralbanker i starten av finanskrisen. I eurosonen er også tiltakene videreført etter at uroen la seg, gjennom de såkalte TLTRO-programmene. Lånevilkårene er knyttet opp mot bankenes evne til å opprettholde eller øke utlånsveksten til husholdninger og foretak.

Norges Bank gir jevnlig lån til bankene, men dette er kortsiktige lån for å regulere likviditeten i banksystemet. I normale tider, når markedene fungerer, er det ikke vår oppgave å konkurrere med de private investorene som finansierer bankene. Hvis bankenes finansieringsmarkeder stopper opp, som i 2008, stiller det seg annerledes.

I Norge kan det være mer aktuelt å gi ekstraordinære lån rettet inn mot å bringe de korte pengemarkedsrentene, kjent som Nibor-rentene, ned mot styringsrenten. Vi snakker i så fall om en situasjon der styringsrenten er nær sin nedre grense, samtidig som de korte markedsrentene ligger vesentlig høyere. Hvorvidt tiltaket vil være egnet, avhenger av årsaken til den høye risikopremien. Tiltaket vil kunne virke raskt. De korte pengemarkedsrentene spiller en viktig rolle for norske bankers finansieringskostnader. En reduksjon i risikopåslaget vil derfor slå inn i store deler av bankenes utestående gjeld, og ikke bare på nye lån.

Tiltak i valutamarkedet

Så noen ord om valutakursen. For små åpne økonomier, som den norske, er valutakursen en viktig kanal som pengepolitikken virker gjennom. Endringer i kursen påvirker både prisveksten og realøkonomien via bedriftenes konkurranseevne.

Valutaintervensjoner har blitt brukt – og brukes fortsatt – av mange sentralbanker rundt om i verden. I land med inflasjonsstyring brukes virkemiddelet mindre og ofte ikke i det hele tatt. Norges Bank har ikke intervenert for å påvirke valutakursen siden 1999. Renten er det primære virkemiddelet i pengepolitikken, og valutakursen flyter fritt. De siste årene har vi hatt god hjelp av valutakursen som støtdemper for de forstyrrelsene vi har blitt utsatt for.

Figur: Valutagulv i Sveits og Tsjekkia

Noen land med inflasjonsstyring har i løpet av det siste tiåret gjennomført tiltak direkte i valutamarkedet. Både i Sveits og Tsjekkia har sentralbankene i en periode holdt kursen på egen valuta svakere enn et gitt nivå i forhold til euro. Formålet med tiltakene har vært å hindre styrking av egen valuta for å holde inflasjonen oppe og nærmere inflasjonsmålet enn den ellers ville vært.

Tiltak i valutamarkedet kan være effektivt hvis tilliten til det nominelle ankeret trues av utsikter til lav inflasjon og det ikke er hensiktsmessig å sette styringsrenten videre ned. Men denne type tiltak innebærer samtidig at sentralbankens egenkapital utsettes for økt risiko. I Norge er tiltak i valutamarkedet ikke aktuelt i en normalsituasjon.

Arbeidsdeling og ambisjonsnivå i den økonomiske politikken

La meg forsøke å samle noen tråder fra drøftingen så langt. Innføringen av inflasjonsmålet i 2001 la premissene for dagens arbeidsdeling i den økonomiske politikken. Pengepolitikken skal sikte mot lav og stabil inflasjon og er førstelinjeforsvaret i konjunkturstyringen. Finanspolitikken understøtter konjunkturstyringen innenfor rammene av handlingsregelen. Dette rammeverket har tjent oss vel i snart 20 år.

For tiden går det godt i norsk økonomi, mens det er noen mørke skyer på horisonten ute. Forhåpentligvis ser vi bare en avdemping av veksten, men et alvorlig tilbakeslag kan ikke utelukkes. Skulle det skje fra så lave renter som nå, er handlingsrommet i pengepolitikken i de store landene svært begrenset.

Figur: Sentralbankbalanser

Hos flere av våre handelspartnere er styringsrentene fortsatt negative, mer enn ti år etter finanskrisen. De ekstraordinære tiltakene har også medført kraftig økning i sentralbankenes balanser, og i flere land øker de fortsatt. I Sverige og Japan er kjøpsprogrammene ennå ikke avsluttet, og den europeiske sentralbanken har nylig annonsert at de gjenopptar sine kjøp (merk for øvrig at Japan må ha en egen akse i denne figuren). Det kan se ut som om de ukonvensjonelle virkemidlene er blitt en del av den ordinære verktøykassen.

Her hjemme har vi mer å gå på, siden styringsrenten er kommet litt opp. Skulle vi utsettes for et alvorlig tilbakeslag, vil vi sette renten ned. I prinsippet viser erfaringer fra andre land at virkningen fra lavere styringsrente ikke stopper ved nullstreken, selv om rommet under null er begrenset. Men hos oss er det vanskelig å se for seg negativ rente i lang tid, eller at pengepolitikken skal strekkes enda lenger gjennom ukonvensjonelle tiltak. Selv om slike tiltak trolig vil ha en viss virkning her hjemme, må de potensielle gevinstene veies opp mot kostnadene. I tillegg har Norge handlingsrom i finanspolitikken.

Som jeg har vært inne på, er gevinstene av lavere langsiktige renter trolig mindre hos oss enn i land som har brukt ukonvensjonelle virkemidler for å få dem ned. Og også internasjonalt blir det nå reist flere spørsmål om virkningene av slike tiltak.

Kostnadene er særlig knyttet til finansiell stabilitet. Vedvarende lave renter kan få investorer til å ta økt risiko i sin søken etter avkastning. Prisene på risikable investeringer bys opp, og avkastningen presses ned mot risikofri rente. Prisene på verdipapirer og andre formuesobjekter kan bli høyere enn fremtidige inntekter og risiko gir grunnlag for. Høy gjeldsbelastning skaper sårbarheter. Da øker faren for nye kriser og fremtidige tap. Vedvarende lave renter kan også bremse nødvendige omstillinger og svekke økonomiens vekstevne. Det blir lett å betjene gjeld, selv for de lite lønnsomme foretak. Prosjekter med lav avkastning lar seg lånefinansiere.

Figur: Finanspolitisk impuls

Når pengepolitikken er strukket langt i andre land, må det ses i lys av at den har stått nokså alene. Finanspolitikken har bidratt lite, eller trukket i motsatt retning av pengepolitikken. Det er trolig flere grunner til at det har blitt slik. I enkelte land med høy statsgjeld begrenset faren for økende rentekostnader handlingsrommet i finanspolitikken. Samtidig styres finanspolitikken av nasjonalstater. Når krisene slår ulikt ut, er det ofte ikke de statene med mest handlingsrom som blir hardest rammet. Det svekker motivasjonen for å ta finanspolitikken i bruk.

I Norge har vi handlingsrom i finanspolitikken og tradisjon for at den bidrar i konjunkturstyringen. Skulle vi havne i en situasjon med svært lav rente og utsikter til vedvarende lav ressursutnytting, vil det være naturlig at finanspolitikken tar et større ansvar enn i en tidlig fase. Behovet for å trekke pengepolitikken ut i ukjent farvann, med fare for negative bivirkninger, er derfor mindre hos oss.

La meg understreke at det er forskjell på krisetiltak og virkemiddelbruk i mer normale konjunktursyklus. Når tilliten brister i markedene som i 2008, må pengepolitikken potensielt utnyttes. I en slik situasjon kan det også være nødvendig å dykke dypere i den pengepolitiske verktøykassen.

Norges Bank tilførte bankene likviditet under den første fasen av finanskrisen i form av lån, slik andre sentralbanker også gjorde. Noen av lånene ble gitt med lengre løpetid enn normalt. På vegne av staten administrerte Norges Bank også den såkalte bytteordningen, rettet mot å gi bankene billigere og mer forutsigbar finansiering. Sammen med lav styringsrente og ekspansiv finanspolitikk bidro disse tiltakene til at finanskrisen ikke ga en dyp nedgang i norsk økonomi.

Finanspolitikk virker direkte på samlet etterspørsel i økonomien. Den kan være særlig effektiv når økonomien har havnet i en situasjon med høy ledighet, og svært lave renter alene ikke gir tilstrekkelig stimulans. Samtidig er bivirkningene via formuespriser mindre.

I normale tider er det gode grunner til at pengepolitikken er førstelinjeforsvaret i konjunkturstyringen. Styringsrenten kan reagere raskt, både når økonomien utsettes for forstyrrelser, og når impulsen skal reverseres. Finanspolitiske stimulansetiltak tar lenger tid å iverksette og kan være mer krevende å reversere i ettertid.

Et beslektet spørsmål er hvilket ambisjonsnivå vi skal ha i inflasjonsstyringen. Etter loven er vårt samfunnsoppdrag å sørge for lav og stabil inflasjon. Ifølge forskriften for pengepolitikken skal vi sikte mot en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Men pengepolitikken skal også bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting og motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel. I noen situasjoner er det riktig å bruke mer tid enn ellers på å bringe inflasjonen tilbake til målet etter et avvik. Det kan gi en bedre samlet måloppnåelse. I etterkant av oljeprisfallet i 2014 ble styringsrenten satt ned, men vi stoppet på 0,5 prosent. Hensynet til finansiell stabilitet ble vektlagt.

Rommet for å være fleksibel i inflasjonsstyringen avhenger av hvor godt utsiktene for inflasjonen er forankret til målet. Vår erfaring etter snart 20 år med inflasjonsstyring tyder på at en liten åpen økonomi må påregne at inflasjonen tidvis avviker en god del fra målet og skjærer gjennom, både fra undersiden og fra oversiden. Men samtidig har inflasjonen ligget i et område hvor det er få holdepunkter for å hevde at avvik fra inflasjonsmålet har vesentlige samfunnsøkonomiske kostnader. Det har gitt rom for å legge vekt på andre hensyn i de pengepolitiske avveiningene. På dette punktet har andre land gjort

andre vurderinger og valgt å strekke pengepolitikken lenger for å bringe inflasjonen tilbake til målet.

Om vi en gang i fremtiden skulle få en situasjon med svikt i etterspørselen og fare for deflasjon, vil vi bruke de verktøyene vi har for å unngå det. Vår jobb blir mindre krevende om finanspolitikken også bidrar. Men pengepolitikken hovedansvar er å gi økonomien et nominelt anker, tallfestet i inflasjonsmålet vi har fått. Våre virkemidler vil alltid være innrettet med det for øye.

Fotnoter

1. Vi forutsetter da at inflasjonen holdes oppe og at forventningene ligger fast på målet.
2. Hvor lav tre måneders Nibor blir med en styringsrente på null avhenger av størrelsen på risikopåslaget mellom Nibor og forventet styringsrente. Dette påslaget har variert over tid. I pengepolitisk rapport 3/19 anslås det til 0,4 prosentenheter for de nærmeste årene.
3. Illustrasjonen er basert på tallene som brukes i Norges Banks makroøkonomiske modell Nemo.
4. Se for eksempel Eggertsson et al. (2019) som analyserer dette basert på svenske data.
5. Det finnes nå en omfattende litteratur som drøfter alternative virkemidler teoretisk og empirisk. Borio og Zabai (2016), Dell’Ariccia et al. (2018) og Kuttner (2018) gir oversikt over alternative virkemidler iverksatt av sentralbankene i USA, Storbritannia, Japan og euroområdet. De viser også til ulike anslag på effekten av de alternative virkemidlene på finansielle priser og renter og realøkonomien og inflasjonsforventningene. Se også Filardo og Nakajima (2018), Hesse et al. (2017) og Haldane et al. (2016). Bernhardsen et al. (2016) gir en enkel innføring i hvordan alternative virkemidler tenkes å virke og hvordan disse påvirker monetære aggregater som penger, kreditt og sentralbankreserver.
6. Borio og Zabai (2016).
7. Jfr. Borio og Zabai (2016), Filardo og Nakajima (2018) og Hesse et al. (2017)
8. Borio og Zabai (2016)
9. Tiltaket besto i at banker i Norge kunne inngå avtaler om midlertidig bytte av OMF mot kortsiktige statspapirer.

Referanser

- Bernhardsen, T., A. Kloster og O. Syrstad (2016) «[Alternative virkemidler i pengepolitikken – den nødvendige monetære økosirk](#)», Norges Bank Staff-memo 12/2016
- Borio, C. og A. Zabai (2016) “[Unconventional monetary policies: a re-appraisal](#)”, BIS Working paper 570

- Dell’Ariccia, G., P. Rabanal og D. Sandri (2018) «[Unconventional monetary policies in the euro area, Japan, and the United Kingdom](#)», Journal of Economic Perspectives, 32 (4)
- Eggertsson, G. B., R. E. Juelsrud, L. H. Summers og E. Getz Wold (2019) «[Negative nominal interest rates and the bank lending channel](#)» Norges Bank Working Paper 2019/4
- Filardo, A. og J. Nakajima (2018) «[Effectiveness of unconventional monetary policies in a low interest rate environment](#)», BIS Working Paper 691
- Haldane, A. G., M Roberts-Sklar, T. Wieladek og C. Young (2016) «[QE: The story so far](#)», Bank of England Working Paper 624
- Hesse, H., B. Hofmann og J. Weber (2017) «[The macroeconomic effects of asset purchases revisited](#)», BIS Working Paper 680
- Kuttner, K. (2018) «[Outside the box: Unconventional monetary policy in the great recession and beyond](#)», Journal of Economic Perspectives, 32 (4)