

Norges Banks pengepolitiske strategi

Publisert 16. desember 2021

Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet har vedtatt en pengepolitisk strategi. Strategien beskriver hvordan komiteen tolker mandatet for pengepolitikken og gir en ramme for komiteens vurderinger av hvordan pengepolitikken skal innrettes i møte med ulike forstyrrelser. Strategien vil utvikles over tid basert på kunnskap om økonomiens virkemåte og erfaringer med pengepolitikken i Norge og i andre land.

Pengepolitikken oppgaver

Mandatet for pengepolitikken er fastsatt i sentralbankloven og bestemmelse om pengepolitikken. Det overordnede målet for pengepolitikken er å opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. I bestemmelse om pengepolitikken er dette presisert ved at det operative målet skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Videre heter det at inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Økonomiske utviklingstrekk kan ha betydning for i hvilken grad pengepolitikken kan ivareta de ulike hensynene i mandatet. De siste 20 årene har rentenivået internasjonalt gradvis falt. Nedgangen skyldes i stor grad et fall i likevektsrealrenten, som er den renten som skaper balanse mellom samlet etterspørsel og produksjonskapasiteten. Fallet i likevektsrealrenten er et globalt fenomen som trolig har flere årsaker, blant annet fallende produktivtetsvekst, aldrende befolkning, økt etterspørsel etter trygge rentepapirer og ettervirkninger av finanskrisen. Hvorvidt vedvarende ekspansiv pengepolitikk i de store økonomiene også har bidratt, er et diskusjonstema i fagmiljøene. Som en liten åpen økonomi med frie kapitalbevegelser kan ikke Norge ha et rentenivå som over tid ligger vesentlig høyere enn rentenivået hos handelspartnerne. Den globale trenden har derfor fått implikasjoner for vårt eget rentenivå og gir noen utfordringer med hensyn til oppnåelsen av målene for pengepolitikken.

Én utfordring knyttet til nedgangen i likevektsrealrenten er at det har gitt et mer begrenset handlingsrom i pengepolitikken. Det er en grense for hvor lavt sentralbankenes styringsrenter kan settes uten å miste gjennomslag til bankenes

renter til publikum. En lavere likevektsrealrente vil isolert sett redusere avstanden ned til den nedre grensen for styringsrenten. Det kan gjøre sentralbankene dårligere rustet til å motvirke kraftige negative forstyrrelser med ekspansiv pengepolitikk.

En annen utfordring ved fallet i likevektsrealrenten, særlig i kombinasjon med ekspansiv pengepolitikk, er at finansielle ubalanser kan bygge seg opp. Det øker risikoen for kraftige økonomiske tilbakeslag frem i tid. I pengepolitikken søker vi å bidra til økonomisk stabilitet også lenger frem i tid ved å ta hensyn til risikoen for oppbygging av finansielle ubalanser.

Både nedgangen i likevektsrealrenten og den løpende utøvelsen av pengepolitikken har konsekvenser for fordelingen av formue og inntekt. Lavere rente bidrar til økte formuespriser, som gagnar dem som eier boliger og andre formuesobjekter. Samtidig får for eksempel husholdninger med boliglån lavere renteutgifter og dermed økt disponibel inntekt. En mer indirekte fordelingsvirkning er at færre vil miste jobben og tape lønnsinntekter når renten settes ned for å motvirke et økonomisk tilbakeslag. Selv om pengepolitikken påvirker inntekts- og formuesfordelingen, er styringsrenten lite egnet som instrument i fordelingspolitikken. For det første er ikke endringer i styringsrenten et treffsikkert virkemiddel for å oppnå fordelingsmessige målsetninger. For det andre er det begrenset hvor mange målsetninger en kan forsøke å oppnå med ett virkemiddel uten at det går på bekostning av de viktigste oppgavene for pengepolitikken – å sikre prisstabilitet og bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting på kort og lang sikt. Sentralbanken må likevel ta hensyn til inntekts- og formuesfordelingen i rentesettingen, blant annet fordi det har betydning for hvordan renten påvirker samlet etterspørsel.

Også strukturelle utviklingstrekk som i svært liten grad påvirkes av hvordan vi setter styringsrenten, kan ha implikasjoner for pengepolitikken. Klimaendringer er et eksempel på slike. Styringsrenten er ikke et egnet virkemiddel for å påvirke klimaet, men tiltak for å redusere klimautslipp vil påvirke strukturen i økonomien og dermed innretningen av pengepolitikken. I tillegg kan den økte hyppigheten av naturkatastrofer og ekstremvær globalt, som klimaendringer gir opphav til, påvirke norsk økonomi og gjøre de pengepolitiske avveiningene mer krevende. I perioder med strukturelle endringer og betydelig usikkerhet, som ved klimarelaterte endringer, er det enda viktigere enn ellers at pengepolitikken bidrar til prisstabilitet og stabilitet i realøkonomien.

Nedenfor går vi nærmere inn på hvordan vi vil sørge for lav og stabil inflasjon, bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting og bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Vi beskriver også generelle trekk ved det pengepolitiske reaksjonsmønsteret og hvilke virkemidler som er aktuelle.

Lav og stabil inflasjon

I rentesettingen sikter vi mot å stabilisere inflasjonen rundt 2 prosent. Å ha et eksplisitt mål for inflasjonen gir aktørene i økonomien et anker for inflasjonsforventningene. Så lenge det er tillit til at inflasjonen vil være lav og stabil, vil svingninger i prisveksten rundt målet trolig ikke ha vesentlige samfunnsøkonomiske kostnader.

Vedvarende høy inflasjon er kostbart for samfunnet, blant annet fordi det fører til usikkerhet om pengenes verdi og gjør økonomisk planlegging vanskelig. En viss inflasjon gir fleksibilitet i økonomien ved å muliggjøre endringer i relative reallønninger mellom ulike næringer og yrkesgrupper uten at nominelle lønninger må kuttes. I tillegg bidrar en viss inflasjon til større handlingsrom i pengepolitikken, fordi det er en grense for hvor langt ned styringsrenten kan settes før den ikke lenger får gjennomslag til bankenes renter til publikum. For et gitt nivå på likevektsrealrenten blir det gjennomsnittlige nivået på den nominelle renten høyere med en viss inflasjon. Avstanden ned til den nedre grensen blir dermed større.

Det er ikke mulig å finstyre inflasjonen, men vi vil i rentesettingen legge vekt på å unngå store og vedvarende avvik fra inflasjonsmålet, både på over- og undersiden. Hvor raskt vi søker å nå målet vil avhenge av forstyrrelsene som har inntruffet og om det er konflikter mellom politikken som kreves for å nå inflasjonsmålet og de øvrige hensynene i pengepolitikken. Når inflasjonen er lavere enn målet, vil aktiviteten i realøkonomien få betydning for hvor raskt vi ønsker å få inflasjonen opp igjen. Når vi setter renten, vil vi normalt søke å få inflasjonen raskere opp dersom det er lav aktivitet i økonomien enn vi vil dersom aktiviteten er høy. I en situasjon med inflasjon over målet, vil vi tilsvarende sikte mot å få inflasjonen ned raskere når det er høy aktivitet i realøkonomien enn når aktiviteten er lav.

Det er årsveksten i konsumprisindeksen (KPI) som vi benytter som målvariabel, og som vi i pengepolitikken skal stabilisere rundt inflasjonsmålet. Men fordi KPI svinger mye på kort sikt, og fordi vi i rentesettingen i stor grad velger å se gjennom kortsiktige

svingninger i prisveksten, benytter vi en rekke indikatorer for underliggende inflasjon. I Norge er det store, kortsiktige endringer i energiprisene som oftest bidrar til kortsiktige svingninger i KPI. KPI justert for endringer i avgifter og energipriser (KPI-JAE) er derfor en viktig indikator i de løpende vurderingene av prisveksten.

Høy og stabil produksjon og sysselsetting

I pengepolitikken søker vi å stabilisere sysselsettingen rundt det høyeste nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid. I utgangspunktet er det en målsetting at sysselsettingen er nær et nivå som representerer full sysselsetting, der alle som ønsker å arbeide har en jobb å gå til. I praksis vil imidlertid lønninger og priser tendere til å skyte fart før dette nivået nås. Sammenhengen mellom aktivitetsnivået i økonomien og lønns- og prisveksten er usikker og varierer trolig over tid. Når vi fastsetter pengepolitikken, er anslaget for hvor høy sysselsettingen kan være før lønninger og priser skyter fart en viktig del av de pengepolitiske vurderingene.

Det høyeste nivået på sysselsettingen som er forenlig med prisstabilitet over tid, er først og fremst bestemt av strukturelle forhold som skatte- og trygdesystemet, systemet for lønnsdannelse og sammensetningen av arbeidsstyrken. Dersom vi med ekspansiv pengepolitikk systematisk forsøker å bringe sysselsettingen over dette nivået, vil det kunne kreve en periode med stram pengepolitikk og økt arbeidsledighet senere for å gjenopprette prisstabilitet.

Som en indikator for hvordan vi vurderer produksjonen og sysselsettingen i forhold til det høyeste nivået som er forenlig med prisstabilitet over tid, anslår vi et produksjonsgap. Når vi anslår produksjonsgapet, legger vi særlig vekt på utviklingen i arbeidsmarkedet, og ser normalt gjennom kortsiktige svingninger i arbeidsproduktiviteten. I vår operasjonelle tolkning av mandatet er det derfor ingen konflikt mellom høy og stabil produksjon og høy og stabil sysselsetting.

De samfunnsøkonomiske kostnadene ved konjunktursvingninger er asymmetriske. Vi søker å ta hensyn til denne asymmetrien i vårt pengepolitiske reaksjonsmønster. En økning i sysselsettingen utover det vi anslår som det høyeste nivået som er forenlig med prisstabilitet, har i utgangspunktet ingen direkte kostnader. Det er bare de indirekte kostnadene – at lønns- og prisveksten da kan bli for høy – som gjør at vi normalt søker å motvirke en slik økning. Så lenge det er utsikter til at prisveksten holder seg i et område nær 2 prosent, vil vi normalt ikke søke å lukke et positivt

produksjonsgap raskt ved hjelp av en stram pengepolitikk, med mindre det er tegn til at finansielle ubalanser bygger seg opp. Lavere sysselsetting, derimot, har direkte kostnader både i form av tapt verdiskaping for samfunnet og i form av økonomiske og helsemessige konsekvenser for den enkelte som ikke finner arbeid. Når vi anslår at produksjonsgapet er negativt, tilsier det isolert sett at vi vil føre en ekspansiv pengepolitikk for å stimulere til økt sysselsetting.

Mulige hystereseeffekter kan også bidra til å gjøre kostnadene ved konjunktursvingninger asymmetriske. Dype og langvarige lavkonjunkturer kan gjøre at arbeidsledigheten fester seg på et høyt nivå og at mange arbeidssøkere etter hvert trekker seg ut av arbeidsmarkedet. Da kan lønninger og priser skyte fart på et lavere sysselsettingsnivå enn før tilbakeslaget. For å unngå at et kraftig tilbakeslag fører til et langvarig eller permanent fall i sysselsettingen, kan det være riktig å akseptere at inflasjonen midlertidig skyter over målet mens forholdene i arbeidsmarkedet normaliseres. Ved å motvirke at lavkonjunkturer blir dype og langvarige, kan pengepolitikken bidra til at det gjennomsnittlige nivået på sysselsettingen over tid blir høyest mulig.

Motvirke oppbygging av finansielle ubalanser

Oppbygging av finansielle ubalanser øker risikoen for et kraftig tilbakeslag frem i tid. Hensynet til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser er derfor avledet av hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting over tid.

Pengepolitikken kan ikke ta hovedansvar for å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Regulering og overvåking av finansinstitusjoner er de viktigste virkemidlene mot forstyrrelser i det finansielle systemet.

Et vedvarende lavt rentenivå kan gi grobunn til høy risikotaking, kraftig vekst i eiendomspriser og rask gjeldsoppbygging. Høy gjeld gjør husholdninger og foretak mer sårbare for inntektsbortfall og øker dermed risikoen for et kraftig tilbakeslag frem i tid. Dersom det er tegn til at finansielle ubalanser bygger seg opp, kan hensynet til en stabil utvikling på lengre sikt tilsa at renten holdes noe høyere enn det hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting på kort sikt kunne tilsa. Hvor mye høyere renten settes, må sees i sammenheng med annen regulering og virkningen av denne.

Å sette en høyere rente for å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser, kan ha kostnader i form av lavere etterspørsel på kort sikt. I de pengepolitiske vurderingene veier vi hensynet til å redusere risikoen for kraftige tilbakeslag på lengre sikt opp mot hensynet til høy og stabil produksjon og sysselsetting på kort sikt. I mange situasjoner vil det være liten grad av konflikt mellom de to hensynene. For eksempel vil det i en oppgangskonjunktur være en tendens til at boligpriser og gjeld også vokser raskt. Da vil en strammere pengepolitikk bidra til både økt stabilitet på kort sikt og redusert risiko for kraftige tilbakeslag lenger frem. I en situasjon der det er en akutt risiko for et kraftig tilbakeslag, vil også både hensynet til å stabilisere realøkonomien og hensynet til finansiell stabilitet kunne tilsi å sette ned renten raskt, fordi det kan motvirke et kraftig fall i formuespriser, som kunne ha utløst eller forsterket et tilbakeslag.

I noen situasjoner kan det være større konflikt mellom stabilitet på kort og lengre sikt. I en nedgangskonjunktur vil renten normalt settes ned for å bremse nedgangen. Selv om et lavere aktivitetsnivå i økonomien også demper boligpris- og gjeldsveksten, vil en lavere rente isolert sett stimulere boligmarkedet. Ofte vil en slik stimulans være ønskelig og bidra til å bremse nedgangen i den økonomiske aktiviteten, men i noen tilfeller kan økningen i boligpriser og gjeld bli så høy at den kan komme i konflikt med hensynet til stabilitet på lengre sikt. Da kan det være grunnlag for å senke renten noe mindre, eller begynne å normalisere den litt tidligere, enn det hensynet til å holde aktiviteten oppe på kort sikt kunne tilsi.

Virkemidler og reaksjonsmønster

Hovedvirkemidlene i Norges Banks pengepolitikk er styringsrenten, som er renten på bankenes innskudd i Norges Bank opp til en beløpsgrense, samt signaler om fremtidig rentesetting, inklusive prognosen for styringsrenten. For at nivået på styringsrenten skal reflekteres i nivået på andre markedsrenter, fastsetter vi vilkårene for bankenes lån og innskudd i Norges Bank slik at bankene er tjent med å låne penger seg imellom til en rente nær styringsrenten.[1]

Renten virker på inflasjonen og realøkonomien med et tidsetterslep, og virkningene er usikre. For å redusere risikoen for at pengepolitikken i seg selv kan bidra til ustabilitet i økonomien, vil vi normalt respondere mindre kraftig på forstyrrelser enn hvis det ikke hadde vært usikkerhet om virkningene av renten. Videre vil vi normalt endre styringsrenten gradvis for å gjøre pengepolitikken mer forutsigbar og

redusere risikoen for uønskede svingninger i finansielle markeder og uforutsette tilpasninger blant husholdninger og bedrifter. I situasjoner der faren for særlig ugunstige utfall er betydelig, eller dersom det ikke lenger er tillit til at inflasjonen vil holde seg lav og stabil, kan det være riktig å reagere kraftigere i rentesettingen enn vanlig.

Økonomien kan av og til bli utsatt for så store negative forstyrrelser at styringsrenten ikke kan settes så lavt som forstyrrelsen kunne tilsi, fordi det er en grense for hvor lavt renten kan settes og fortsatt få gjennomslag til bankenes renter til publikum. Det er usikkert hvor dette nivået er for vår egen styringsrente, men basert på andre sentralbankers erfaringer, er det trolig noe under null. Vi vil ikke utelukke at det kan bli aktuelt med negativ styringsrentene også i Norge, for eksempel dersom det er behov for en svært ekspansiv pengepolitikk i en situasjon der uro i finansmarkedene gir stramme finansielle forhold til tross for andre tiltak, som ekstraordinære utlån til bankene. Normalt vil vi imidlertid være svært tilbakeholdne med å sette en negativ styringsrente, blant annet fordi det kan føre til uønskede og utilsiktede virkninger i finansmarkedene.

Andre sentralbanker benytter virkemidler som kjøp av statsobligasjoner for å påvirke langsiktige renter. Det er mindre aktuelt for oss. Årsakene er at fastrentelån er forholdsvis lite utbredt hos oss og at markedet for statsobligasjoner er mye mindre i Norge enn i mange andre land. Vår vurdering er at kostnadene ved å bruke slike virkemidler kan overstige gevinstene. Det skal også svært mye til for at vi vil intervensere i valutamarkedet for å gjøre pengepolitikken mer ekspansiv i situasjoner der rommet for videre rentenedsettelse er uttømt. I situasjoner med ekstraordinære forhold i markedet for norske kroner, kan det imidlertid være aktuelt å intervensere for å bidra til å stabilisere markedet, slik vi gjorde i mars 2020.

Ved normale konjunktursvingninger er pengepolitikken førstelinjeforsvaret i stabiliseringspolitikken. Det er imidlertid betydelig handlingsrom i finanspolitikken i Norge, og erfaringene med bruk av både pengepolitiske og finanspolitiske tiltak ved større økonomiske tilbakeslag har vært gode. Pengepolitikken og finanspolitikken har ulike egenskaper, og kan i mange situasjoner utfylle hverandre. Rentebeslutninger kan iverksettes raskt, og renten påvirker store deler av økonomien. Finanspolitiske tiltak tar ofte mer tid å beslutte og implementere, men kan til gjengjeld være mer målrettede. Det siste er særlig viktig når forstyrrelser rammer ulike grupper av befolkningen svært ulikt, slik smitteverntiltakene under koronapandemien er et eksempel på. Finanspolitikken vil også være viktig i situasjoner der store deler av

økonomien rammes av et tilbakeslag, men der rommet for videre rentenedsettelse er uttømt.

Fotnote

[1] For en nærmere beskrivelse av likviditetsstyringen, se Norges Bank Memo 3/2021.