

Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Øystein Olsen. Innledning til høring i Stortingets finanskomiteé 15. mai 2014.

- [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. Min innledning her i dag bygger på Norges Banks årsmelding for 2013, og er oppdatert med ny informasjon og vurderinger frem til forrige ukes rentemøte.

Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken er rettet inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Pengepolitikken skal også bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. Styringsrenten er vårt viktigste virkemiddel i pengepolitikken.

Figur 1: Inflasjon og kapasitetsutnyttning

Norges Bank fikk et inflasjonsmål i 2001. Erfaringene har vært gode. De siste ti årene har veksten i konsumprisene i gjennomsnitt vært noe under, men nær 2,5 prosent. Perioden har vært preget av til dels store ubalanser i verdensøkonomien. Veksten i norsk økonomi avtok i kjølvannet av finanskrisen, men har siden vært nær et normalt nivå. Arbeidsledigheten har holdt seg lav.

Figur 2: Norges Banks styringsrente og utlånsrente til husholdninger

Norges Bank har holdt styringsrenten uendret på 1,5 prosent de siste to årene. Styringsrenten er lavere enn det som kan anses å være et normalt nivå. Norge er en liten, åpen økonomi. Svært lave renter ute påvirker styringsrenten her hjemme. Samtidig er det fortsatt betydelig forskjell mellom styringsrenten og de rentene publikum står overfor. Høye utlånsmarginer bidrar til at bankenes utlånsrenter ikke er spesielt lave.

Figur 3: Styringsrenter internasjonalt

Lave renter og bruk av ukonvensjonell pengepolitikk internasjonalt gjenspeiler at aktiviteten fortsatt er lav og ledigheten høy. I noen land – særlig i Europa – har også prisveksten avtatt betydelig. Styringsrentene er fortsatt nær null i mange land, og både den europeiske sentralbanken (ECB) og Sveriges Riksbank reduserte styringsrentene i fjor.

Toneangivende sentralbanker har tatt nye skritt for å veilede markedet om innretningen av pengepolitikken fremover – ofte omtalt som «forward guidance». I dagens situasjon er hensikten å signalisere lave renter en god stund fremover for å holde inflasjonen oppe og øke veksten.

Ukonvensjonell pengepolitikk tar også en annen form. Med store oppkjøp av verdipapirer har sentralbankene i USA, Storbritannia og Japan søkt å redusere langsiktige renter og

dermed finansieringskostnadene til bedrifter og husholdninger. Tilførselen av likviditet har også bidratt til høyere kurser på aksjer. Den amerikanske sentralbanken begynte i fjor å trappe ned verdipapirkjøpene. De langsiktige rentene har følgelig beveget seg litt opp igjen.

Figur 4: BNP-vekst hos handelspartnerne

Veksten hos våre handelspartnere tiltok i andre halvår i fjor, særlig i USA. Aktiviteten har tatt seg opp også i euroområdet, men arbeidsledigheten og gjelden er fortsatt høy. Veksten i fremvoksende økonomier er fortsatt klart høyere enn i industrilandene, men noe dempet. I flere land har utviklingen i det siste vært preget av kapitalutgang og en svekkelse av valutakursen. Nedtrappingen av verdipapirkjøpene fra sentralbanken i USA har trolig bidratt til denne utviklingen. Land med store underskudd på driftsbalansen er særlig hardt rammet.

Figur 5: Inflasjon internasjonalt

Inflasjonen har falt i mange land de siste par årene. I euroområdet kom prisveksten ned på et svært lavt nivå i fjor. Dette har ført til bekymringer for deflasjon. Men deler av nedgangen i prisveksten skyldes utviklingen i matvare- og energipriser. Videre har nedgangen i prisveksten vært mest markert i de såkalte periferilandene. I disse landene gjenspeiler negativ eller veldig lav prisvekst et behov for å bedre konkurransevnen. I de såkalte kjernelandene – herunder Tyskland og Frankrike – har prisveksten holdt seg bedre oppe. Langsiktige inflasjonsforventninger ser ut til å være godt forankret i de fleste industriland.

Figur 6: Vekst i Norge

Veksten i norsk økonomi avtok gjennom fjoråret. Avdempingen var mest markert i byggenæringen og i oljeleverandørnæringen. Deler av eksportindustrien var også preget av svak etterspørsel fra Europa og et høyt kostnadsnivå. Veksten i husholdningenes etterspørsel var moderat i fjor. Sparingen i husholdningene tiltok ytterligere og er nå på et historisk høyt nivå. Arbeidsledigheten økte noe gjennom fjoråret. Kapasitetsutnyttningen i økonomien vurderes fortsatt å være nær et normalt nivå.

Figur 7: Kronekurs

Etter en lengre periode med styrking av kronen, svekket den seg markert i fjor. Både særnorske og internasjonale forhold bidro til svekkelsen. Tegn på svakere vekst i norsk økonomi kan trolig forklare noe. En bedring i den økonomiske situasjonen i eurolandene kan også ha bidratt. Selv om kronen har styrket seg noe igjen så langt i år, er den fortsatt klart svakere enn ved inngangen til fjoråret.

Figur 8: Inflasjon

Inflasjonen har økt. Målt ved KPI-JAE var prisveksten 2,5 prosent i gjennomsnitt i første kvartal i år. Svekkelsen av kronen har bidratt til høyere prisvekst på importerte konsumvarer. Også prisveksten på norskproduserte varer og tjenester tok seg opp i fjor og var i underkant av 3 prosent det siste halvåret. Økningen i husleiene og i matvareprisene gjennom fjoråret kan blant annet ses i sammenheng med endret beregningsmetode for disse varegruppene i KPI.

De nærmeste månedene venter vi at prisveksten vil avta noe blant annet som følge av at midlertidige effekter fases ut. Underliggende inflasjon anslås nå å være mellom 2 og 2½ prosent. Det er én prosentenheter høyere enn for ett år siden.

Figur 9: Norges Banks anslag på styringsrenten

Beslutninger om sparing, investering og konsum påvirkes av forventningene om rentene fremover. Kommunikasjon rundt pengepolitikken, herunder publisering av renteprognoser, spiller derfor en viktig rolle. Selv om styringsrenten er holdt uendret, nedjusterte vi gjennom fjoråret våre anslag for styringsrenten fremover.

Nedjusteringen av renteprognosene skyldtes i hovedsak svakere vekstanslag for norsk økonomi. Det er også utsikter til noe lavere kostnadsvekst enn det vi tidligere så for oss. Veksten hos våre handelspartnere og rentene ute har vært noe lavere enn vi anslo for ett år siden. Bankenes utlånsmarginer var samtidig noe høyere enn ventet.

Figur 10: Inflasjon og kapasitetsutnyttning

Analysen i vår siste pengepolitiske rapport fra mars i år tilsa at styringsrenten holdes på dagens nivå fram mot sommeren 2015, og at den deretter økes gradvis. Med en slik prognose for styringsrenten var det utsikter til at prisveksten ville ligge litt under, men nær 2,5 prosent gjennom hele prognoseperioden. Kapasitetsutnyttningen ble anslått å avta ytterligere noe det nærmeste året, for deretter å øke til nær et normalt nivå.

Figur 11: Husholdningenes gjeld og boligpriser

Pengepolitikken sikter mot å være robust, blant annet ved å ta hensyn til at det er usikkerhet om drivkreftene i økonomien og i økonomiens virkemåte. I tillegg søker vi i pengepolitikken å ta hensyn til faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Etter mange år med sterk vekst i boligprisene, flatet de ut gjennom fjoråret. De siste månedene har veksten i boligprisene igjen vært på plussiden. Husholdningenes gjeld har steget mer enn deres inntekter over flere år.

En robust pengepolitikk sikter mot å gi en bedre utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetting over tid. En lavere styringsrente kan bidra til å øke både inflasjonen og aktivitetsnivået i økonomien på kort sikt. På den annen side ville en lavere styringsrente økt risikoen for at finansielle ubalanser bygger seg videre opp. Vedvarende sterk vekst i boligpriser og gjeld kan føre til oppbygging av ubalanser som kan utløse eller forsterke et tilbakeslag i økonomien – med høy arbeidsledighet som resultat. Det taler for å gå forsiktig frem i rentesettingen.

Robuste banker er avgjørende for den finansielle stabiliteten. Kravene til bankenes kapitaldekning trappes nå opp. Norges Bank fikk i fjor i oppdrag å gi Finansdepartementet råd om nivået på en motsyklisk kapitalbuffer i bankene. Departementet fastsatte i desember bufferkravet til 1 prosent, i tråd med rådet fra Norges Bank. Kravet gjelder fra 30. juni 2015.

Formålet med den motsykliske kapitalbufferen er å gjøre bankene bedre rustet til å møte perioder med store tap. Bufferkravet skal økes når finansielle ubalanser bygger seg opp eller

har bygd seg opp. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene kan bufferkravet settes ned for å motvirke at en uønsket stram utlånspraksis forsterker nedgangen.

Bufferen er ikke et virkemiddel i den ordinære konjunkturstyringen. Endringer i kapitalkrav vil likevel kunne påvirke adferden til bankene og dermed den økonomiske utviklingen. Bankene kan møte høyere kapitalkrav på flere måter. De kan hente mer kapital fra sine eiere, og noen banker har gjort det. Skulle bankene velge å øke utlånsmarginene eller begrense tilgangen på kreditt på andre måter, vil det ha virkning på den økonomiske aktiviteten og prisstigningen. Nye kapitalkrav kan derfor påvirke gjennomføringen av pengepolitikken.

Selv om høyere kapitalkrav vil gjøre bankene mer solide og kunne dempe oppbyggingen av ubalanser, kan vi ikke basere oss på at nye reguleringer vil fjerne risikoen for finansiell ustabilitet. En robust pengepolitikk vil derfor fortsatt se hen til faren for oppbygging av finansielle ubalanser. Samtidig må ikke pengepolitikken overbelastes. I avveiningen mellom ulike hensyn må pengepolitikken holde fast ved sitt hovedmål – lav og stabil inflasjon. Vi mister ikke inflasjonsmålet av syne. Skulle utsiktene for inflasjonen eller aktivitetsnivået i økonomien endres vesentlig, har vi fortsatt handlingsrom i pengepolitikken – begge veier.