

Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Øystein Olsen. Innledning til høring i Stortingets finanskomiteé 20. mai 2011

Det tas forbehold om endringer under fremføringen. Innledningen bygger på Norges Banks "Årsmelding og rekneskap 2010", Pengepolitisk rapport 1/11 og hovedstyrets vurderinger frem til rentemøtet 12. 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. Min innledning her i dag bygger på bankens årsmelding, men er oppdatert med hovedstyrets vurderinger frem til siste rentemøte og ny informasjon. Jeg viser også til årets rapport fra Norges Bank Watch, som er en faggruppe som vurderer pengepolitikken.

1. Aktiviteten i norsk økonomi har fått godt feste

Da den internasjonale finanskrisen inntraff høsten 2008, ga det opphav til det kraftigste økonomiske tilbakeslaget i vår tid. Handelen mellom land sank dramatisk. Året etter falt verdens BNP for første gang på generasjoner.

Veksten i verdensøkonomien har tatt seg opp igjen, men utsiktene er usikre. Lenge har vi sett at Kina og andre fremvoksende økonomier har tatt større plass i verdensøkonomien. Disse landene kom også godt gjennom krisen og har bidratt til å trekke veksten i gang igjen i flere vestlige land. Ubalansene i internasjonal handel som bygde seg opp forut for krisen, er imidlertid fortsatt der. Flere land må redusere offentlige utgifter kraftig for å få kontroll med en raskt økende statsgjeld. Det kan dempe veksten fremover. Høye råvarepriser vil også kunne bidra til å bremse aktiviteten.

Figur: Konsumpriser

Sterk vekst i etterspørselen etter energi og råvarer fra fremvoksende økonomier har bidratt til en markert økning i prisene på olje, korn og andre råvarer. Uroen i Nord-Afrika og Midtøsten har i tillegg skapt økt usikkerhet om tilgangen på olje fremover. Energi og matvarer utgjør en stor andel av forbruket i mange land, og inflasjonen har derfor tiltatt. I de fleste industriland er likevel de langsiktige inflasjonsforventningene forholdsvis stabile. Lav kapasitetsutnyttelse og høy arbeidsledighet bidrar til å dempe konsumprisveksten i disse landene.

Figur: Faktiske og forventede styringsrenter

Styringsrentene ligger nær null i mange land. Gjennom 2010 falt forventningene til styringsrentene ute, men de har tatt seg opp i inneværende år. Den europeiske sentralbanken og Sveriges Riksbank har nylig satt opp sine styringsrenter. Tiltakende prisvekst har ført til tilstramninger i pengepolitikken i flere fremvoksende økonomier.

Figur: Produksjon

Aktiviteten i norsk økonomi har fått godt feste. Kapasitetsutnyttningen er trolig nær et normalt nivå. BNP for Fastlands-Norge økte ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall med 2,2 prosent i fjor. Bedriftene venter fortsatt god vekst de nærmeste kvartalene i henhold til kontaktene i Norges Banks regionale nettverk. Arbeidsledigheten er lav. Det ligger an til nokså høy vekst i norsk økonomi fremover, drevet av god inntektsvekst og en økende befolkning.

Figur: Befolkningsvekst

I 2010 vokste folketallet med 1,3 prosent. Ser vi bort fra 2008, må vi tilbake til 1920 for å finne et år med høyere prosentvis vekst i befolkningen. Høye fødselstall har bidratt, men det er særlig økt innvandring som gjør at vi blir flere. Det bidrar til å øke etterspørselen etter varer og tjenester, herunder boliger. Det er likevel grunn til å tro at med en stor andel arbeidsinnvandring kan økonomien vokse raskere uten tiltakende pris- og lønnspress, selv om det på enkelte områder kan oppstå flaskehalser.

Figur: Konsumpriser

Veksten i konsumprisene avtok gjennom 2010, og de siste månedene har prisstigningen vært ganske lav. Store utslag i energiprisene gir ujevn prisvekst fra måned til måned. Konsumprisene i alt (KPI) vokste med 2,5 prosent i 2010. Ser vi bort fra svingninger i energiprisene, har veksten i prisene vært lav. I 2010 økte KPIXE med 1,7 prosent.

Figur: Styringsrenten. Faktisk utvikling og anslag

Norges Bank hevet styringsrenten til 2 prosent i mai i fjor. Gjennom 2010 ble bankens prognose for styringsrenten justert ned, og den videre oppgangen ble utsatt. Utsikter til lav inflasjon, svakere vekstutsikter og lavere renter ute var faktorer som lå bak. I løpet av våren i år er det blitt klart at oppgangen i norsk økonomi har fått feste. Det er økende knapphet på arbeidskraft og kostnadsveksten tiltar. Lav prisvekst på de varene vi importerer, sammen med kronestyrkingen, har gitt nedgang i prisveksten på importerte konsumvarer. Med den gode veksten vi nå ser i norsk økonomi venter vi likevel at prisstigningen tar seg opp igjen lenger frem i tid. På vårt møte 12. mai besluttet vi å sette opp styringsrenten med 0,25 prosentenheter til 2,25 prosent. Begrunnelsen var hensynet til å stabilisere inflasjonen og aktiviteten et stykke frem i tid.

Figur: Utviklingen i importveid kronekurs (I-44)

Kronen er sterk. Det henger sammen med gode utsikter for norsk økonomi og høy oljepris. Når situasjonen i oljemarkedet blir mer normal, er det grunn til å vente at noe av styrkingen av kronen reverseres. Norges Bank har ikke noe mål for kronekursen, og kronen svinger en god del. Med høy vekst i etterspørselen etter varer og tjenester og stigende pris- og kostnadsvekst er det også en risiko for at kronen kan styrke seg videre. En sterk krone demper inflasjonen gjennom lav prisvekst på importerte varer og tjenester. Vedvarende lav inflasjon vil kunne bremse oppgangen i styringsrenten.

Figur: Pris-og kostnadsnivå i forhold til handelspartnerne

Norges pris- og kostnadsnivå i forhold til handelspartnerne er de siste årene blitt forverret. Til nå har det ikke vært til hinder for en god utvikling og en nær normal kapasitetsutnyttelse i norsk økonomi. Høye priser på mange av de produktene vi selger, har bidratt til dette. Det er likevel grunn til å minne om at et høyt kostnadsnivå gjør oss sårbare, spesielt dersom verdensøkonomien skulle møte nye tilbakeslag.

Figur: Oljepris (Brent Blend)

Høye priser på olje og andre råvarer har bidratt til at norsk økonomi raskt og ganske smertefritt kom seg gjennom tilbakeslaget i verdensøkonomien. Norges bytteforhold overfor utlandet har igjen bedret seg. Gode råvarepriser og høy vekst i fremvoksende økonomier er gunstig både for norske råvarebaserte næringer og for høyteknologiske eksportbedrifter. Norsk eksport øker. Arbeidsledigheten er litt lavere enn ventet, og lønnsveksten innværende år kan se ut til å bli noe høyere enn vi så for oss i Pengepolitisk rapport 1/11. Norge har vært heldig stilt, men gode systemer for å håndtere de høye inntektene har trolig også spilt en rolle.

2. Et tiår med inflasjonsstyring

Figur: Inflasjon

Det er ti år siden vi fikk et inflasjonsmål i pengepolitikken. I denne perioden har inflasjonen variert, men mindre enn tidligere, og alt i alt ligget nær målet. Inflasjonsforventningene synes nå godt forankret. Det viser at pengepolitikken har virket. Gjennom disse ti årene har det samtidig vært læring og utvikling i forståelsen av hvordan norsk økonomi virker under inflasjonsstyring. Inflasjonsstyringen er fleksibel, det vil si at vi i rentesettingen også legger vekt på å stabilisere veksten i produksjon og sysselsetting. Tillit til at inflasjonsmålet blir nådd, er en forutsetning for at pengepolitikken også kan ta slike hensyn. Inflasjonen vil ikke være lik målet til en hver tid, men med tillit til pengepolitikken vil den forventede prisstigningen på lengre sikt være nær inflasjonsmålet. Det er i seg selv med på å stabilisere inflasjonen.

Norges Banks kommunikasjon om pengepolitikken sikter mot å stabilisere inflasjonsforventningene ved å grunngi og forklare rentesettingen. Offentliggjøring av bankens renteprognose og den pengepolitiske strategien har gjort det lettere for andre å forstå og etterprøve pengepolitikken. Jeg har satt som mål å videreføre og videreutvikle bankens analyser og kommunikasjon. Siden mars i år offentliggjør vi i våre pengepolitiske rapporter en oppsummering av hovedstyrets drøfting av pengepolitikken forut for rapportene.

Figur: Overskuddslikviditet i banksystemet

Styrringsrenten må få gjennomslag i markedsrentene for at den skal virke. Norges Bank tilfører bankene likviditet slik at de kortsiktige rentene i pengemarkedet kommer ned mot styringsrenten. Overskuddslikviditeten i banksystemet blir plassert som folioinnskudd i Norges Bank.

Omfordelingen av likviditet mellom bankene fungerer ikke godt nok. I 2010 måtte Norges Bank holde likviditeten i banksystemet høy for holde de kortsiktige pengemarkedsrentene nær styringsrenten. For å dempe etterspørselen etter sentralbanklikviditet og fremme større aktivitet i pengemarkedet vedtok hovedstyret i desember 2010 en endring i systemet for styring av likviditeten i bankene. Etter den nye forskriften får bankene bare forrentet en viss mengde innskudd – en kvote – til styringsrenten. Innskudd utover dette blir forrentet til en lavere rente. Bankene får da et sterkere økonomisk motiv til å omfordele likviditet seg imellom. Det vil gjøre det norske pengemarkedet mer velfungerende. Det tas sikte på at det nye systemet trer i kraft fra og med 3. oktober i år.

3. Fra finanskrisen til gjeldskrisen

Figur: Offentlig bruttogjeld

De siste årenes erfaringer har vist kostnadene ved finansiell ustabilitet i mange land. Veksten i verdensøkonomien har tatt seg opp igjen, men virkningene av finanskrisen er fortsatt synlige. Det vil de være ennå en tid.

Finanskriser etterfølges gjerne av gjeldskriser. Finanspolitikken ble brukt aktivt i de fleste land for å dempe virkningene av finanskrisen. Feilene fra 1930-tallet skulle unngås. Men svake offentlige balanser ble dermed enda svakere. I noen land kom store utbetalinger til bankene på toppen. Statsgjelden økte raskt.

Situasjonen ble prekær i flere euroland, først i Hellas, som hadde latt underskuddene krype oppover i de gode tidene. Etter hvert kom også Irland og Portugal under press. De har måttet få lån fra EU og IMF med tilhørende økonomiske programmer for å stabilisere og deretter redusere statsgjelden. Rentene på statsobligasjoner for disse landene har fortsatt å stige. Særlig for Hellas er det ny oppmerksomhet om landets evne til å håndtere store underskudd og stadig økende statsgjeld.

Norge skiller seg vesentlig fra land med høy statsgjeld. Med mye penger på statens hånd kunne norsk økonomi et godt stykke på vei skjermes fra virkningene av finanskrisen i 2008 og 2009. Norge har hatt handlefrihet fordi solide statsfinanser skaper troverdighet og fordi inflasjonsforventningene er godt forankret. Oljefondsmekanismen demper virkningene på økonomien når oljeprisen svinger.

Norsk økonomi har nytt godt av en disiplinert finanspolitikk. Handlingsregelen har fungert bra.

Figur: Husholdningenes gjeld

På ett punkt skiller vi oss fra andre land på en måte vi kanskje ikke liker: Norske husholdninger er blant de mest forgjeldede i Europa.

Gjeldsveksten blant norske husholdninger har kommet noe ned, men det er ingen tegn til at gjelden faller. Det er grunn til å følge denne utviklingen nøye.

Figur: Mange husholdninger med høy gjeld

De direkte tapene knyttet til utlån til husholdningene i Norge er sjelden store. Selv under bankkrisen for 20 år siden var tapene begrensede. Men historiske lave tap er ingen garanti for lave tap i fremtiden.

Et kjennetegn ved oppbygging av finanskriser er at stigende gjeld og økende eiendomspriser driver hverandre. Høyere eiendomspriser gir høyere panteverdi på utlån. Større tilgang på lån gir økt kjøpekraft.

Gjeldsbelastningen blant husholdningene er nå høyere enn forut for bankkrisen. Det er i de midlere og lavere inntektsgruppene det har vært størst økning. Det er også langt flere husholdninger som har svært høy gjeldsbelastning. De er mange nok til å skape negative ringvirkninger i økonomien dersom de brått skulle forandre sin adferd.

Slike ringvirkninger kan i sin tur påvirke bankenes tap. Det er den viktigste grunnen til at vi følger utviklingen i husholdningene særskilt i arbeidet med finansiell stabilitet.

Mens pengepolitikken og finanspolitikken har hatt et langsiktig forankret styringssystem de siste ti årene, er det ikke et tilsvarende helhetlig styringssystem for finansmarkedene. I dag stilles krav til den enkelte bank, men uten tilstrekkelig hensyn til den samlede risikoen i det finansielle systemet. Det ble tydelig under finanskrisen.

Nye reguleringer er på vei. Ambisjonene i de nye Basel III- reglene er et langsiktig rammeverk for finansmarksregulering som legger grunnlag for et robust finansielt system. Regelverket gjør at rask ekspansjon blir dyrere for bankene. I tillegg inneholder det nye rammeverket makrotiltak som kan settes inn etter behov. Basel III inneholder en motsyklisk kapitalbuffer som gjør at bankene må sette av mer kapital for sine utlån. Det vil gjøre dem bedre rustet til å tåle fremtidige tap, og det kan i noen grad også dempe kredittveksten i oppgangen. I dagens situasjon i Norge, med høy gjeldsbelastning og høye og tiltakende boligpriser, ville en motsyklisk kapitalbuffer vært et nyttig virkemiddel.

Figur: Inflasjon

Renten påvirker den generelle utviklingen i økonomien, herunder boligmarkedet og andre forhold som er av betydning for finansiell stabilitet. Erfaringer tilsier at pengepolitikken alene ikke kan sikre en stabil økonomisk utvikling. Pengepolitikken har lav og stabil inflasjon som mål, og vi har bare ett virkemiddel – renten. Det er begrenset hvor mange oppgaver som kan legges på renten. Derfor trenger vi mer målrettede virkemidler for å dempe oppbyggingen av risiko i det finansielle systemet. Renten virker også på andre formuespriser, som kronekursen. En pengepolitikk som tar sikte på å bringe ned verdien av innenlandske formuer, kan lett føre til at verdien på kronen går i motsatt retning.

I rentesettingen kan vi aldri miste av syne målet for pengepolitikken, som er lav og stabil inflasjon.

Takk for at jeg fikk innlede.