

Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Øystein Olsen. Innledning til høring i stortingets finanskomite 14. mai 2018.

[Høringen på nett-TV \(Stortinget\) - Høringssal 1](#)

Det tas forbehold om endringer underveis

Takk for anledningen til å gjøre rede for gjennomføringen av pengepolitikken. Min innledning her i dag bygger på Norges Banks årsmelding for 2017 og våre pengepolitiske vurderinger frem til rentemøtet i begynnelsen av mai.

De ulike delene av den økonomiske politikken må virke sammen for å oppnå en god og stabil utvikling i økonomien over tid – med høy sysselsetting og lav arbeidsledighet. Pengepolitikkenes viktigste oppgave er å opprettholde en stabil pengeverdi.

Siden 2001 har det operative målet for pengepolitikken vært lav og stabil inflasjon. Det videreføres i den nye forskriften for pengepolitikken som regjeringen fastsatte 2. mars i år. Forskriften klargjør mandatet og vil ikke føre til vesentlige endringer i utøvelsen av pengepolitikken.

Jeg kommer tilbake til dette. Men jeg vil starte med å gå litt over ett år tilbake i tid.

I begynnelsen av 2017 var det fortsatt en god del ledige ressurser i norsk økonomi, og det var utsikter til at inflasjonen kunne bli liggende lavere enn inflasjonsmålet i årene fremover. Internasjonale renter var svært lave. Norges Bank hadde holdt styringsrenten på 0,5 prosent i et år, og det var mer sannsynlig at styringsrenten ville bli satt videre ned enn at den ville bli satt opp den nærmeste tiden. Det var tegn til lysning både internasjonalt og i Norge, men usikkerheten var stor.

Figur: Global BNP-vekst

Utsiktene endret seg gjennom fjoråret. Veksten internasjonalt fikk etter hvert feste, og anslagene for global vekst ble oppjustert. Hos flere av våre viktigste handelspartnere var ledigheten mot slutten av 2017 lavere enn før finanskrisen.

Til tross for at veksten ute tok seg opp og ledigheten falt, holdt lønnsveksten seg moderat. Hos de fleste av Norges handelspartnere var kjerneprisveksten i fjor fortsatt lavere enn inflasjonsmålene.

Figur: Internasjonale renter

Styringsrentene i USA, Storbritannia og Canada ble satt opp i løpet av 2017. I tillegg begynte Den amerikanske sentralbanken forsiktig å bygge ned sin balanse, mens Den europeiske sentralbanken annonserte at den ville redusere sine obligasjonskjøp fra 2018. Rentenivået internasjonalt er likevel fortsatt lavt, og både signaler fra sentralbanker og forventningene i markedet indikerer en svært gradvis renteoppgang.

Figur: Oljepris og kronekurs

Oljeprisen har steget gjennom de siste to årene. Oppgangen kan ses i sammenheng med at veksten i globalt oljeforbruk har holdt seg oppe. Den siste tiden har geopolitiske spenninger trukket oljeprisen videre opp. Den norske kronen har styrket seg noe i denne perioden.

Figur: BNP for Fastlands-Norge

Her hjemme tok veksten i fastlandsøkonomien seg opp gjennom fjoråret, og utsiktene bedret seg. Lave renter, bedret konkurranseevne og ekspansiv finanspolitikk bidro til oppgangen. Samtidig avtok fallet i oljeinvesteringene etter flere år med kraftig nedgang. Til tross for at aktiviteten i norsk økonomi fortsatt var noe under et normalt nivå, var økonomien på vei ut av lavkonjunkturen som fulgte i kjølvannet av oljeprisfallet i 2014. Sysselsettingen økte, og arbeidsledigheten falt.

Bedringen i arbeidsmarkedet ble gjenspeilet i en moderat oppgang i lønnsveksten, som i årene før var blitt dempet av nedgangen i oljeprisen, lavere kapasitetsutnyttning og lavere underliggende produktivitsvekst.

Figur: Konsumpriser

Svekkelsen av kronen etter det kraftige fallet i oljeprisen i 2014 og 2015 slo etter hvert gjennom i prisene og ga økt prisvekst. Etter hvert som denne effekten ebbet ut og kronen styrket seg, falt prisveksten tilbake. Både lav importert prisvekst og svak kostnadsvekst i norsk økonomi bidro til den lave prisveksten i fjor. Den underliggende prisveksten er fortsatt lavere enn inflasjonsmålet, men utsikter til høyere aktivitet og litt høyere lønnsvekst tilsier at den vil øke fremover.

Figur: Gjelds- og rentebelastning

Høy vekst i boligpriser og gjeld har økt sårbarheten i husholdningssektoren. Etter å ha økt mer enn husholdningenes inntekter i flere år, begynte boligprisene å falle fra april 2017. Omslaget må ses på bakgrunn av at boligbyggingen har økt til et høyt nivå, samtidig som befolkningsveksten har falt markert. I tillegg ble kravene i boliglånsforskriften strammet til fra 1. januar 2017. Men korreksjonen ser foreløpig ut til å bli begrenset, og de siste månedene har boligprisene steget litt igjen.

Figur: Styringsrenten

Styringsrenten har nå ligget på 0,5 prosent i drøyt to år. Det svært lave rentenivået internasjonalt har bidratt til det lave rentenivået i Norge. Samtidig har hovedstyrets vurdering gjennom fjoråret og inn i inneværende år vært at norsk økonomi fortsatt har hatt behov for en ekspansiv pengepolitikk.

Prognosene for styringsrenten har gradvis blitt oppjustert i takt med bedre utsikter for norsk økonomi. Aktiviteten i norsk økonomi nærmer seg nå et normalt nivå, og inflasjonen ventes å ta seg opp fremover. Våre siste analyser fra mars i år tilsier at styringsrenten mest

sannsynlig vil bli satt opp etter sommeren i år. Samtidig har hovedstyret lagt vekt på at usikkerhet om virkningene av en høyere rente taler for å gå varsomt frem i rentesettingen.

Figur: Konsumpriser

Løfter vi blikket, kan vi 17 år etter at inflasjonsstyring formelt ble innført i Norge, slå fast at systemet har fungert godt. Vi kan nå se tilbake på et kvart århundre med lav og stabil inflasjon.

Figur: Utslag i produksjon og sysselsetting

En pengepolitikk innrettet mot lav og stabil inflasjon har ikke gått på bekostning av stabiliteten i realøkonomien – snarere tvert i mot. Sysselsettingen har variert mindre etter 2001 enn i tidligere perioder, til tross for at norsk økonomi har vært utsatt for store forstyrrelser.

Men det har vært læring underveis. I starten la de fleste sentralbanker med inflasjonsmål stor vekt på å styre inflasjonen mot målet innenfor en klart avgrenset tidshorison. Erfaringer med regimet ga nyttig kunnskap, og ambisjonene ble etter hvert justert. Små, åpne økonomier kan påvirkes kraftig av internasjonale hendelser, som fall i råvarepriser og andre store endringer i eksport- og importpriser. Det kan føre til store endringer i prisveksten som ikke kan motvirkes uten betydelige utslag i realøkonomien. For Norges Bank har svaret vært å legge større vekt på produksjon og sysselsetting. Horisonten for å nå inflasjonsmålet er forlenget. Pengepolitikken har gradvis blitt mer fleksibel.

Figur: Mandatet for pengepolitikken

Fordelene med en fleksibel praktisering av inflasjonsstyringen ble understreket da regjeringen i mars i år la frem en ny forskrift for pengepolitikken. Den nye forskriften presiserer 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.

For å oppnå en stabil økonomisk utvikling over tid, må finanspolitikken, pengepolitikken og systemet for lønnsdannelse spille sammen. En felles forståelse av hvordan disse gjensidig virker inn på hverandre er av stor betydning.

Pengepolitikkenes viktigste bidrag til økonomisk stabilitet, er å opprettholde pengenes verdi gjennom lav og stabil inflasjon. Både for høy og for lav inflasjon kan påføre samfunnet kostnader. Formue omfordeles vilkårlig. Investeringer kan utebli, knappe ressurser kan anvendes feil eller bli værende ubrukt. Vi sier gjerne at inflasjonsmålet gir økonomien et nominelt ankerfeste. Når husholdninger og foretak kan basere sine økonomiske beslutninger på at inflasjonen er lav og stabil, er det lagt et viktig fundament for høy aktivitet og velferd over tid.

Så lenge det er tillit til at inflasjonen vil holde seg lav og stabil, kan pengepolitikken bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. Norges Bank kan reagere raskt i rentesettingen når økonomien utsettes for forstyrrelser, som en finanskrisen eller et

oljeprisfall. En tilstrekkelig fleksibel inflasjonsstyring vil kunne bidra til at sysselsettingen ikke blir langvarig redusert etter et økonomisk tilbakeslag. Det kan redusere faren for at arbeidsledigheten fester seg på et høyt nivå.

Erfaringsmessig øker sannsynligheten for kraftige tilbakeslag i økonomien etter perioder med rask vekst i formuespriser og gjeld. Pengepolitikken kan også i noen grad bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting ved å legge vekt på å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Samtidig må ikke pengepolitikken overbelastes. Hvis Norges Bank forfølger mål vi ikke har virkemidler til å oppfylle, kan tilliten til pengepolitikken svekkes. Regulering og tilsyn av finansinstitusjoner må være de viktigste tiltakene mot forstyrrelser i det finansielle systemet. Nivået på sysselsettingen over tid blir bestemt av strukturelle forhold, som arbeidsmarkedets virkemåte, skatte- og trygdesystemet og lønnsdannelsen. I Norge har en velfungerende lønnsdannelse bidratt til at ledigheten gjennomgående har kunnet være lav samtidig som lønnsveksten har holdt seg moderat.

Den nye forskriften understøtter den fleksible praktiseringen av inflasjonsstyringen. I gjennomføringen av pengepolitikken vil vi fortsatt legge vesentlig vekt på realøkonomien. I den sammenhengen er et inflasjonsmål på 2,5 prosent eller 2 prosent mindre viktig. Et måltall på 2 prosent bringer inflasjonsmålet ned til samme nivå som hos de fleste av våre handelspartnere. Nedjusteringen av måltallet har i seg selv liten betydning for renteutsiktene den nærmeste tiden.

Verdensøkonomien har aldri før gått gjennom en så lang periode med så lave renter. Nå har veksten ute tatt seg opp, og det er utsikter til en gradvis renteoppgang hos våre handelspartnere. Også her hjemme ser det lysere ut. To år etter at konjunkturbunnen ble nådd, har veksten fått godt feste og ledigheten har falt. Utsiktene tilsier at det snart vil være riktig å heve styringsrenten. Det er et godt tegn.

Takk for oppmerksomheten.