

Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Øystein Olsen. Innledning til høring i Stortingets finanskomité 15. mai 2017.

[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 2016 og våre pengepolitiske vurderinger frem til rentemøtet tidligere denne måneden.

Pengepolitikken i Norge er innrettet mot å holde inflasjonen lav og stabil. Det operative målet er en konsumprisvekst som over tid er nær 2,5 prosent. Samtidig er pengepolitikken fleksibel. Det innebærer at vi i rentesettingen også tar hensyn til utviklingen i produksjon og sysselsetting.

I mars i fjor ble styringsrenten satt ned til 0,5 prosent. Siden har Norges Bank holdt renten uendret. Renten er lav fordi rentene ute er lave, samtidig som kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi er under et normalt nivå og drivkreftene for inflasjonen moderate. Lav økonomisk vekst og fare for deflasjon internasjonalt har brakt rentene hos våre handelspartnere ned på et svært lavt nivå.

Figur: BNP globalt og hos handelspartnerne

Veksten i verdensøkonomien har avtatt gradvis de siste årene og var i fjor den laveste siden finanskrisen. Nedgangen har sammenheng med at veksten i Kina er blitt mer moderat samtidig som enkelte andre viktige fremvoksende økonomier har opplevd stagnasjon. Ser vi på Norges handelspartnere, der industriland i Europa og USA dominerer, har veksten tatt seg opp fra de svært lave nivåene etter finanskrisen. I flere land har arbeidsledigheten kommet betydelig ned. Det internasjonale pengefondet (IMF) anslår i sin halvårsrapport fra april at den globale veksten vil tilta moderat i årene fremover.

Samtidig er det stor usikkerhet om utviklingen internasjonalt. Signaler om økt proteksjonisme og politisk uro globalt kan bidra til lavere økonomisk vekst.

Prisstigningen hos Norges handelspartnere er fortsatt lav, men den siste tiden har inflasjonen økt noe, blant annet på grunn av høyere energipriser. Det er grunn til å vente at prisveksten vil øke videre fremover, etter hvert som aktiviteten i økonomiene tar seg opp.

Samtidig som inflasjonen tiltar og vekstutsiktene bedres, kan rentene internasjonalt ha passert bunnen. Forventede pengemarkedsrenter indikerer at de kortsiktige rentene hos våre handelspartnere vil stige i årene fremover. Men sammenlignet med nivåene fra før finanskrisen vil rentene trolig fortsette å være lave i lang tid.

Figur: Styringsrenter internasjonalt

I USA har de kortsiktige rentene vært på vei opp en stund, etter at sentralbanken begynte å heve styringsrenten mot slutten av 2015. I euroområdet har styringsrenten vært negativ siden 2014, og Den europeiske sentralbanken (ESB) senket renten sist gang i mars i fjor. I markedet er det forventninger om at den første rentehevingen i euroområdet vil komme i løpet av neste år. ESB kjøper verdipapirer i markedet som et tiltak for å stimulere aktiviteten og øke prisstigningen, men har nå begynt å trappe ned kjøpene. Også i Sverige er styringsrenten negativ, og den ble sist senket i februar 2016. Den svenske Riksbankens prognose indikerer at den første renteøkningen vil komme neste år.

Figur: Oljepris

Oljeprisen tok seg gradvis opp gjennom fjoråret. De siste månedene har den ligget rundt 50 dollar per fat. Prisene på leveranser frem i tid indikerer at oljeprisen vil holde seg nær dagens nivå i årene fremover. Oljeprisen er nesten doblet siden den var på det laveste tidlig i 2016. Prisen er likevel mer enn halvert sammenlignet med nivået fra før det kraftige fallet sommeren 2014.

Petroleumsinvesteringene har avtatt markert i forhold til nivået i 2013. Lavere etterspørsel fra oljenæringen har påvirket resten av økonomien. I fjor var veksten i Fastlands-Norges BNP den laveste siden finanskrisen.

Figur: Arbeidsledighet

Gjennom 2015 og deler av 2016 økte arbeidsledigheten, spesielt på Sør- og Vestlandet. Så langt i år har arbeidsmarkedet bedret seg og ledigheten falt.

Pengepolitikken understøtter de nødvendige omstillingene i norsk økonomi. Renten er lav, og kronkursen svekket seg i takt med at oljeprisen falt. Sammen med moderate lønnsoppgjør har kronesvekkelsen bidratt til en markert nedgang i de relative lønnskostnadene. Dette har gitt viktig drahjelp til bedrifter som møter utenlandsk konkurranse.

Figur: Relative lønnskostnader

Bedret kostnadmessig konkurranseevne er et godt bidrag til at ny eksportvirksomhet kan vokse frem når olje- og gassproduksjonen avtar. Turismen til Norge har økt markert de siste årene, og også eksporten av ferdigvarer fra tradisjonell industri har vist en klar oppgang. Økningen er likevel ikke tilstrekkelig til å veie opp for en nedgang i eksporten fra andre deler av fastlandsøkonomien. Eksporten fra Fastlands-Norge samlet var lavere i fjor enn i 2014. Den viktigste grunnen til det er at eksporten fra oljeleverandørene har avtatt markert i kjølvannet av oljeprisfallet. Men selv når vi holder denne delen av eksporten utenfor, har fastlandseksporten utviklet seg svakere enn importen hos handelspartnerne siden 2014.

Figur: Eksportutvikling Fastlands-Norge

Den svake eksportutviklingen skyldes delvis at det innen noen sektorer er begrensninger på tilbudssiden. Driftsstans ved flere store virksomheter førte til lavere eksport av industrielle råvarer i fjor, mens lakselus bidro til å redusere eksporten fra sjømatnæringen. Det kan også

se ut til at flere tjenesteeksportører enn bare oljeleverandørene er negativt påvirket av nedgangen i den globale petroleumsindustrien.

En svakere krone er også en fordel for norske virksomheter som konkurrerer på hjemmemarkedet. For oljeleverandørene er bedringen av konkurranseevnen betydelig, etter at virksomhetene i tillegg har kuttet kostnadene kraftig de siste årene. I det siste har vi sett at en større andel av oppdragene på norsk sokkel går til norske virksomheter.

Finanspolitikken har bidratt vesentlig til å motvirke konjunkturedgangen. Siden 2013 har bruken av oljeinntekter økt om lag like mye som oljeinvesteringene har falt.

Figur: Investeringer

Lave renter og høy offentlig etterspørsel har ført til god vekst innenfor offentlig forvaltning og i bygg- og anleggssektoren.

Høy boligprisvekst har bidratt til at boliginvesteringene har økt mye. Det investeres nå mer i boligbygging enn i oljevirksomhet.

Figur: Vekst i BNP Fastlands-Norge

Konjunktorene er nå i ferd med å snu. Kontaktene i vårt regionale nettverk har rapportert om gradvis høyere vekst. Oppgangen synes bredt basert, på tvers av næringer og regioner.

Det er klare tegn til at arbeidsledigheten faller både i regioner der oljevirksomheten er ganske dominerende og i resten av landet. Samtidig har sysselsettingsveksten vært beskjeden, og noe av nedgangen i ledigheten skyldes at flere trekker seg ut av arbeidsmarkedet. Fremover er det utsikter til at sysselsettingen vil øke, etter hvert som veksten i fastlandsøkonomien tiltar. Oppgangen drives blant annet av at investeringene i foretakene i Fastlands-Norge ser ut til å ta seg opp. Fra neste år venter vi dessuten en moderat oppgang i oljeinvesteringene. Det er også grunn til å tro at eksportveksten vil tilta, understøttet av veksten hos våre handelspartnere.

Samtidig er det grunn til å regne med mindre stimulanser fra finanspolitikken.

Regjeringen har justert handlingsregelen for bruk av oljeinntekter. Pengebruken skal over tid tilsvare forventet avkastning på Statens pensjonsfond utland, som er justert ned fra 4 til 3 prosent. I våre analyser fra mars i år har vi lagt til grunn om lag uendret bruk av oljeinntekter som andel av økonomien de nærmeste årene. Det vil innebære lavere vekst i offentlig etterspørsel enn de siste årene.

Samtidig er pengepolitikken fortsatt ekspansiv. Vår prognose fra mars i år innebærer at styringsrenten vil ligge nær dagens nivå de nærmeste årene, for så å stige gradvis fra 2019.

Figur: Styringsrente og prisvekst fremover

Veksten i konsumprisene ble i 2016 den høyeste på mange år. Oppgangen i prisveksten skyldes i stor grad virkningene av den betydelige kronesvekkelsen frem til begynnelsen av

fjoråret. Siden sommeren i fjor har prisveksten avtatt, og våre prognoser i forrige rapport viser at inflasjonen vil avta ytterligere de nærmeste årene. Samtidig synes inflasjonsforventningene godt forankret. Oppgangen i realøkonomien ser ut til å ha fått feste, og arbeidsledigheten har avtatt. Med en styringsrente nær dagens nivå er det utsikter til at prisveksten etter hvert vil ta seg opp igjen.

Finansdepartementet vurderer nå behovet for å modernisere forskriften for pengepolitikken. Etter mer enn femten år er det naturlig. Når vi oppsummerer erfaringene, er Norges Banks vurdering at rammeverket for pengepolitikken har fungert godt.

Inflasjonen har i hovedsak vært lav og stabil siden inflasjonsmålet ble innført i 2001. Gjennomsnittlig årsvekst i konsumprisene har vært nær, men noe under 2,5 prosent.

Samtidig har sysselsettingen gjennomgående vært mer stabil siden 2001 enn i tidligere perioder, til tross for at norsk økonomi har vært utsatt for store forstyrrelser.

Figur: Inflasjon

Inflasjonsmålet har sørget for en forankring av inflasjonsforventningene. Samtidig har rommet for fleksibilitet og skjønnsutøvelse vært tilstrekkelig til at pengepolitikken har kunnet dempe utslagene i produksjon og sysselsetting når økonomien har vært utsatt for forstyrrelser.

En viktig erfaring er at en fleksibel praktisering av inflasjonsstyringen har vært vesentlig for å kunne foreta gode avveier i møte med disse forstyrrelsene. Tidshorizonten for måloppnåelse må være tilstrekkelig lang, og vurderingene må ta hensyn til risikobildet, blant annet knyttet til finansiell stabilitet. En annen erfaring er at valutakursen har spilt en viktig rolle som støtdemper, særlig under finanskrisen og i perioder der oljeprisen har falt. Samtidig legger rentenivået ute begrensninger på handlingsrommet i pengepolitikken i en liten, åpen økonomi som den norske.

Hovedoppgaven for pengepolitikken er å gi økonomien et nominelt anker. Så lenge inflasjonen er godt forankret, kan pengepolitikken også ta andre hensyn. Vi kan søke å motvirke oppbyggingen av finansielle ubalanser ved å holde renten litt høyere enn ellers. Men Norges Bank kan ikke ta hovedansvar for utviklingen i boligpriser og gjeld. Pengepolitikken har heller ikke mulighet til å påvirke økonomiens langsiktige vekstevne.

De siste par årene har vært krevende for norsk økonomi. Nå tar veksten seg opp, men det er ikke utsikter til at veksttakten kommer opp på nivåene fra før oljeprisfallet. Norsk økonomi er i omstilling. Pengepolitikken kan legge til rette for denne prosessen, men de nødvendige tilpasningene må ha sitt utspring i næringslivet.

Takk for oppmerksomheten.