

# Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Øystein Olsen. Innledning til høring i Stortingets finanskomité 4. mai 2015.

[Høringen overføres direkte på Stortingets nettsider](#)

*Det tas forbehold om endringer underveis.*

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 2014, og våre pengepolitiske vurderinger frem til rentemøtet i mars.

*Figur: Inflasjon og anslag på kapasitetsutnyttning*

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. Inflasjonsmålet gir økonomien et nominelt ankerfeste. Inflasjonen har tatt seg opp de siste årene, og lå rundt 2,5 prosent gjennom fjoråret. Når inflasjonsforventningene er godt forankret kan pengepolitikken være førstelinjeforsvaret når konjunktorene avtar.

Pengepolitikken søker å være robust og ta hensyn til faren for særlige ugunstige utfall for økonomien. Siktemålet er å unngå en brå nedgang i økonomien og økt arbeidsledighet. Ved store forstyrrelser, som for eksempel et kraftig fall i oljeprisen, kan det innebære en mer aktiv pengepolitikk enn vanlig. Hensynet til robusthet innebærer også at pengepolitikken bør søke å dempe faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Derfor er veksten i boligpriser og gjeld også viktig for pengepolitikken. Norges Bank avveier de ulike typene risiko mot hverandre.

Det er nå seks år siden internasjonal økonomi ble hardt rammet av finanskrisen. Norsk økonomi har klart seg godt i årene etter finanskrisen, stimulert av høy aktivitet i petroleumsnæringen. Veksten har avtatt de siste årene, og et fall i oljeinvesteringene vil gi lav vekst i en periode. Svekkede utsikter for norsk økonomi og enda lavere renter ute førte til at Norges Bank nedjusterte sine prognoser for styringsrenten gjennom 2014 og satte ned styringsrenten i desember i fjor.

*Figur: Pengemarkedsrente hos handelspartnerne*

Den moderate veksten i verdensøkonomien fortsetter, men det er betydelige forskjeller mellom land. Det kraftige fallet i oljeprisen er positivt for veksten hos de fleste av våre handelspartnerne, men bidrar samtidig til å dempe aktiviteten i oljeproduiserende land. I USA har veksten fått feste, selv om utviklingen den siste tiden har vært litt svakere. En ekspansiv pengepolitikk ser ut til å virke, og både forbruk og investeringer har tatt seg opp. Arbeidsledigheten har kommet ned.

I euroområdet er aktiviteten i ferd med å ta seg opp, men veksten er fremdeles lav. Husholdningenes forbruk øker, mens bedriftenes investeringer fortsatt er på et lavt nivå.

Høy arbeidsledighet og videre nedbelåning i privat og offentlig sektor vil trolig bidra til å bremse økonomien i lang tid fremover.

I Kina avtar veksten, blant annet som følge av svakere utvikling i eiendomsinvesteringer.

IMF offentliggjorde i april nye vurderinger av utsiktene for internasjonal økonomi. Den globale veksten i år er nedjustert med ¼ prosentenheter på grunn av svakere utsikter for fremvoksende økonomier. IMF anslår at BNP-veksten globalt blir 3,5 prosent i år og 3,8 prosent neste år. Samtidig mener de at risikoen for finansiell ustabilitet har økt, med større svingninger i både finansmarkeder og valutamarkeder.

Veksten i konsumprisene er lav hos de fleste av våre handelspartnere og nær null i mange land. Oljeprisfallet bidrar til å holde inflasjonen nede. Den lave inflasjonen har ført til at flere sentralbanker har gjennomført ytterligere lettelser i pengepolitikken. Styringsrentene i enkelte land er negative. Den europeiske sentralbanken (ESB) og Sveriges riksbank har i tillegg iverksatt ukonvensjonelle tiltak for å motvirke faren for deflasjon og stimulere aktiviteten. Betydelige mengder verdipapirer – herunder statsobligasjoner – blir kjøpt i markedet.

Renten på langsiktige statsobligasjoner har fortsatt å falle i mange land. Den ekspansive pengepolitikken, blant annet fra ESB, har bidratt til at de lange rentene har falt. Renteoppgangen internasjonalt er skjøvet ytterligere ut i tid. Lave renter ute påvirker utviklingen i kronen og dermed utsiktene for inflasjonen her hjemme. Det bidrar til lave renter også i Norge.

*Figur: Oljepris og importveid valutakursindeks (I-44)*

Det kraftige fallet i oljeprisen siden i fjor sommer har påvirket utsiktene for norsk økonomi. Fallet i oljeprisen kommer på toppen av en planlagt omstilling til et lavere aktivitetsnivå i norsk oljesektor. Etter flere år med sterk vekst i oljeinvesteringene ligger det nå an til en tilpasning til et lavere aktivitetsnivå de neste par årene. Dette vil gi negative ringvirkninger til fastlandsøkonomien.

Pengepolitikken kan ikke ta hovedansvaret for nødvendige omstillinger i økonomien. Men gjennom virkningene på valutakursen, kan pengepolitikken bidra til at omstillinger i næringslivet lettere kommer i gang. Så lenge det er tillit til at inflasjonen holder seg lav og stabil over tid, kan en markert svekkelse av kronekursen gå sammen med lav rente.

La meg nå gå nærmere inn på gjennomføringen av pengepolitikken det siste året.

Pengepolitikken gjennom 2014 var preget av stadig lavere renter ute og svekkede vekstutsikter her hjemme.

*Figur: Petroleumsinvesteringer*

Norsk økonomi utviklet seg om lag som vi hadde sett for oss ved inngangen til fjoråret. Men bildet endret seg rett før sommeren. Før Norges Banks rentemøte i juni kom det informasjon som tydet på at oljeinvesteringene ville falle kraftig i 2015. Høy kostnadsvekst og fokus på

bedre lønnsomhet bidro til at oljeselskapene strammet inn sine investeringsplaner. På denne bakgrunn var det utsikter til at veksten i norsk økonomi fremover kunne bli lavere enn tidligere ventet. På rentemøtet i juni holdt Norges Bank styringsrenten uendret, men nedjusterte prognosen for styringsrenten fremover. Vi la vekt på at dersom vekstutsiktene skulle svekkes ytterligere, ville det bli aktuelt å sette ned styringsrenten.

Utover høsten falt oljeprisen markert til rundt 70 dollar fatet i begynnelsen av desember. Det var om lag 35 prosent lavere enn gjennomsnittet for første halvår i fjor. Samtidig svekket kronen seg betydelig. En svakere krone gjør at varer som vi importerer blir dyrere. Samtidig bedres konkurransevnen for norske bedrifter som møter konkurranse fra utlandet. Kronesvekkelsen demper dermed virkningene på norsk økonomi av en lavere oljepris. Utsiktene for norsk økonomi var likevel klart svekket. På rentemøtet 10. desember i fjor la Norges Bank særlig vekt på å redusere risikoen for en markert nedgang i norsk økonomi som følge av det kraftige fallet i oljeprisen. Styringsrenten ble derfor kuttet med 0,25 prosentenheter, til 1,25 prosent. Analysen i vår pengepolitiske rapport tilsa en styringsrente på dette nivået eller noe lavere de nærmeste årene.

#### *Figur: Renteprognoser i ulike pengepolitiske rapporter (PPR)*

Frem mot rentemøtet i mars i år hadde norsk økonomi utviklet seg om lag som anslått i desember i fjor. Prisveksten var fortsatt nær 2,5 prosent. Arbeidsledigheten hadde holdt seg stabil og vært litt lavere enn ventet. Samtidig var utsiktene fremover svakere enn vi så for oss i desember. Oljeprisen hadde falt videre, og aktiviteten i petroleumsnæringen så ut til å avta mer enn tidligere antatt, både i år og neste år. Lønnsveksten i 2014 ble lavere enn lagt til grunn, og det var utsikter til at lønningene fremover vil øke noe mindre enn tidligere anslått.

På rentemøtet i mars la vi vekt på at styringsrenten hadde blitt redusert i desember for å motvirke faren for en markert nedgang i norsk økonomi som følge av en lavere oljepris. Så langt hadde utslagene i realøkonomien vært relativt små. Samtidig hadde boligprisene fortsatt å stige mye. Den sterke veksten i eiendomsprisene kan føre til at gjeldsveksten tiltar. Det kan gjøre husholdningene mer sårbare og utløse eller forsterke et tilbakeslag i økonomien lenger frem i tid. Etter en samlet vurdering valgte Norges Bank å holde styringsrenten uendret. Hvis utviklingen i økonomien fremover blir om lag som anslått, er det imidlertid utsikter til at renten vil bli satt ytterligere ned i løpet av første halvår.

Analysen i vår siste pengepolitiske rapport tilsier at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi vil avta fremover. Det er også utsikter til at arbeidsledigheten vil kunne øke noe, men redusert arbeidsinnvandring vil trolig bidra til å begrense oppgangen. Kronesvekkelsen siden i fjor høst vil bidra til å holde prisveksten oppe den nærmeste tiden, men lenger frem venter vi at inflasjonen vil kunne avta.

I pengepolitikken søker vi å dempe faren for at finansielle ubalanser bygger seg opp, men pengepolitikken kan ikke ta et hovedansvar for stabiliteten i det finansielle systemet. Skulle finansielle ubalanser bygge seg videre opp kan kravet til den motsykliske kapitalbufferen i bankene økes. Sterk vekst i boligpriser og gjeld kan også gjøre det nødvendig å iverksette andre, målrettede tiltak for å dempe risikoen knyttet til den høye gjelden hos husholdningene.

Finansdepartementet ba i mars i år Finanstilsynet vurdere om det er hensiktsmessig å iverksette tiltak som kan begrense kreditt- og boligprisveksten. Finanstilsynet har foreslått å skjerpe kravene til bankenes utlånspraksis for boliglån. Norges Bank har i dag avgitt sitt høringssvar. I svaret gir vi støtte til Finanstilsynets forslag, men understreker at regelverket bør gi bankene fleksibilitet – og ansvar for å utføre gode kredittvurderinger. Norges Bank anbefaler at den øvre grensen for belåningsgrad på 85 prosent forskriftsfestes, men at bankene samtidig tillates å yte en viss andel lån med høyere belåningsgrad enn 85 prosent. Slike kvoter for nye lån som overstiger et fastsatt krav, omtales gjerne som fartsgrenser. Norges Bank anbefaler at de skjerpede kravene til avdragsplikt for lån med høye belåningsgrader og til gjeldsbetjeningsevne ikke forskriftsfestes, men gis som retningslinjer. Kravene til forsvarlig utlånspraksis gjør bankene og husholdningene mer robuste og bør anses som et varig, strukturelt tiltak.

La meg avslutte med å gå tilbake til den aktuelle situasjonen og utfordringer for norsk økonomi. Siden i fjor sommer er oljeprisen nær halvert. Så langt har effektene på fastlandsøkonomien vært nokså små. Likevel må norsk økonomi nå tilpasse seg lavere etterspørsel fra oljesektoren og lavere oljeinntekter.

Overgangen til en oljedrevet økonomi med høy lønnsevne var en behagelig reise. Returen, hvor leverandørnæringen skal krympe og annen konkurranseutsatt virksomhet må vokse frem, blir mer krevende.

Utgangspunktet for å håndtere omstillingene vi nå står foran, er godt. Vi har handlingsrom i den økonomiske politikken. Inflasjonsforventningene er godt forankret, og kronekursen fungerer som en stabilisator. Og kanskje aller viktigst: Norsk næringsliv og partene i arbeidslivet har tidligere vist evner til omstilling. Det blir også avgjørende denne gangen.

Takk for oppmerksomheten.