

Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Øystein Olsen. Innledning til høring i Stortingets finanskomité 29. mai 2012.

- [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 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.

Norges Banks gjennomføring av pengepolitikken rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er en vekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Pengepolitikken skal samtidig bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Figur: Styringsrenten. Faktisk utvikling og anslag

Da jeg var her i fjor, var styringsrenten nettopp blitt satt opp til 2,25 prosent. Inflasjonen var lav, rundt 1¼ prosent, men veksten i industrilandene så ut til å ta seg opp, og det var utsikter til at både kapasitetsutnyttningen her hjemme og prisstigningen ville tilta. Renten ble holdt uendret på møtet i juni, men renteprognosen innebar en sannsynlig renteoppgang etter sommeren. Vi pekte imidlertid på at forskjellene mellom norsk og internasjonal økonomi innebar en risiko for at kronen kunne styrke seg og føre til at inflasjonen ble for lav.

I løpet av sommeren og høsten ble vekstutsiktene ute vesentlig svekket. Finansmarkedene var preget av økende uro, og markedsaktørenes forventninger til styringsrentene fremover falt markert. Rentene på statsobligasjoner i land med svake statsfinanser steg, samtidig som aksjemarkedene falt. Påslagene i pengemarkedet økte, og bankenes finansiering ble dyrere.

Uroen og svakere vekstutsikter ute påvirket utsiktene også for norsk økonomi. Ved rentemøtene i august, september og oktober valgte vi å holde styringsrenten uendret på 2,25 prosent.

Frem mot årsskiftet tiltok uroen i finansmarkedene ytterligere, og risikoen for nedgangstid økte, særlig i Europa. Gjeldskrisen i euroområdet førte til at det ble vanskeligere og dyrere for europeiske banker å hente finansiering i markedet. Også norske banker merket dette. For å motvirke høyere påslag i pengemarkedet og dempe virkningene på norsk økonomi av svakere utvikling ute, ble styringsrenten satt ned til 1,75 prosent i desember.

Situasjonen i de internasjonale finansmarkedene bedret seg i løpet av vinteren. Kronen styrket seg. Men veksten i industrilandene var svak, og i Europa falt verdiskapningen mot slutten av året. Sentralbanker ute varslet at styringsrentene ville bli holdt lave lenge. På rentemøtet i mars la vi vekt på at svake vekstutsikter ute og den sterke kronen bidro til å

holde inflasjonen lav og bremse aktiviteten i deler av norsk næringsliv. Styringsrenten ble da redusert til 1,5 prosent.

Figur: Vekstutsiktene ute ble vesentlig svekket

Europa opplever nå nedgangstid. Mange land forsøker å tøyte store underskudd og stigende statsgjeld. Strukturelle reformer gjennomføres, pensjonsregler strammes til, og skattesystemer gjennomgås. Samtidig vil strengere kredittpraksis og økte kapitalkrav begrense tilbudet av kreditt fra bankene. Flere land har i tillegg behov for å gjenvinne konkurransekraft etter høy kostnadsvekst i årene før finanskrisen. På kort sikt fører innstramningene til at aktiviteten faller og arbeidsledigheten øker.

Figur: Svært lave styringsrenter ute

Sentralbanker i andre land bruker for tiden sterke virkemidler for å holde aktiviteten og inflasjonen oppe. Som det går frem av figuren er renten nær null hos mange av våre handelspartnere og ventes å holde seg lav lenge. Sentralbankene i USA, Storbritannia og Japan har kjøpt store mengder statsobligasjoner for å redusere de langsiktige rentene. Også Den europeiske sentralbanken (ESB) har strukket seg langt, blant annet ved å gi langsiktige lån til bankene. Tiltakene fra ESB i vinter bidro til å øke likviditeten og redusere risikopremiene i det europeiske banksystemet og i markedet for statsgjeld.

Figur: Uroen i finansmarkedene har igjen tiltatt

Den siste tiden har uroen i finansmarkedene igjen tiltatt. Oppmerksomheten har særlig vært rettet mot den makroøkonomiske situasjonen og budsjettutviklingen i Spania og andre land i Sør-Europa. Den politiske uroen i Hellas og økt frykt for mislighold av gresk statsgjeld bidrar til lavere risikoappetitt i markedene. Renten på spanske og italienske statspapirer har økt, mens rentene på langsiktige britiske og tyske statsobligasjoner har falt til historisk lave nivåer. Internasjonale aksjeindekser har falt, særlig i Europa.

Figur: Aktiviteten i norsk økonomi holder seg oppe

Til tross for vedvarende lavkonjunktur ute og uro i finansmarkedene holder aktiviteten i norsk økonomi seg oppe. Kapasitetsutnyttningen har det siste året ligget nær et normalt nivå. BNP for Fastlands-Norge vokste ifølge foreløpige tall med 2,4 prosent i fjor. Prisene på varer vi eksporterer, er gode sammenliknet med prisene på varer vi kjøper fra utlandet. Det er høy aktivitet i oljeindustrien og i byggenæringen, og både sysselsettingen og arbeidstilbudet vokser. Arbeidsledigheten holder seg lav og nokså stabil. Samtidig stiger boligprisene, og husholdningenes gjeld fortsetter å øke. På den annen side rammes deler av eksportindustrien av utviklingen i Europa og en sterk krone.

Figur: Prisveksten er lav

Styringsrenten er lav fordi inflasjonen er lav og fordi lavkonjunkturen ute bidrar til å dempe den økonomiske veksten i deler av norsk næringsliv. Svært lave renter ute og høye påslag i penge- og kredittmarkedene underbygger dette bildet. De store påslagene i pengemarkedsrentene og høye kredittpremier innebærer at det er uvanlig stor forskjell på

ulike renter. Mange husholdninger betaler opp mot 4 prosent rente på boliglån, og rentene til bedrifter er mellom 5 og 6 prosent.

I rentesettingen legger vi ikke bare vekt på å bringe inflasjonen tilbake til målet. Vi tar også hensyn til hvordan renten virker inn på produksjon og sysselsetting. Samtidig legger vi vekt på at lave renter over lang tid kan føre til at husholdninger og foretak tar stor risiko og bygger opp for høy gjeld. Slike ubalanser kan få ringvirkninger lenger frem i tid, med store utslag i produksjon og sysselsetting.

Figur: Kriterier for en god rentebane

I vår pengepolitiske rapport fra mars tydeliggjorde vi hvordan disse hensynene kommer til uttrykk i bankens handlingsmønster. I den forbindelse justerte vi de kriteriene vi legger vekt på når vi utarbeider en renteprognose. Styringsrenten settes slik at inflasjonen bringes tilbake til målet. Samtidig er inflasjonsstyringen fleksibel. Med det menes at forløpet for inflasjonen avveies mot utviklingen i produksjon og sysselsetting. Rentesettingen bør også være robust. Det betyr at vi i rentesettingen også søker å dempe risikoen for at finansielle ubalanser bygger seg opp.

Figur: Styringsrenten (og kriteriene)

Renten kan som regel ikke oppfylle flere mål samtidig. Er det konflikt mellom målene, må forløpet for renten velges slik at de ulike hensynene avveies mot hverandre.

Dersom pengepolitikken kun tok hensyn til den lave inflasjonen, ville styringsrenten bli satt raskt ned og blitt holdt nær null en god stund. Inflasjonen ville da kunne ta seg raskere opp, blant annet som en følge av svakere krone. Avveining mot andre hensyn innebærer imidlertid at vi ikke ønsker å forsere en slik økning i inflasjonen. Det ville gitt kraftige utslag i produksjon og sysselsetting og øke risikoen for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Dessuten ville lav rente i en lengre periode øke risikoen for at gjeld og formuespriser drives opp og blir høyere enn det som er bærekraftig over tid. Når vi også vektlegger de to andre kriteriene får vi derfor et høyere forløp for renten, selv om nivået på styringsrenten historisk sett er lavt.

Figur: Todeling av norsk industri

Norsk økonomi er godt rustet til å møte nye forstyrrelser og utfordringer. Mens mange av våre handelspartnere sliter med lav vekst, høy arbeidsledighet og en voksende statsgjeld, har vi fortsatt høy aktivitet, lav arbeidsledighet og overskudd på statsbudsjettene.

Petroleumsvirksomheten og oljeinntektene har gitt oss et solid økonomisk fundament sammenliknet med andre. Samtidig gir oljeinntektene og det høye kostnadsnivået norsk økonomi noen utfordringer. Med dagens høye oljepris er det utsikter til sterk vekst i petroleumsinvesteringene fremover. De delene av næringslivet som leverer til petroleumsvirksomheten, går godt. Virksomheter i offentlig sektor har også gode og stabile rammebetingelser. Andre deler av konkurranseutsatt næringsliv rammes av svakere markeder og høyere kostnader. Det er tegn til en klarere todeling av norsk økonomi.

Oljevirkningen påvirker norsk økonomi dels gjennom selve aktiviteten knyttet til utvinningen og dels gjennom statens bruk av oljepenger. I 2011 tilsvarte oljepengebruken over statsbudsjettet i underkant av 5 prosent av BNP for Fastlands-Norge, mens etterspørselen fra petroleumsvirksomheten tilsvarte om lag 17 prosent.

Figur: Den kostnadmessige konkurransevnen

Høy oljepris og investeringstakt øker behovet for arbeidskraft i oljesektoren og i leverandørnæringen. I en økonomi med tilnærmet full sysselsetting gir det tilspisset kamp om den kvalifiserte arbeidskraften. Dette svekker lønnsomheten i andre deler av konkurranseutsatt næringsliv.

Innfasing av en ny lønnsom næring og økt bruk av penger over offentlige budsjetter fører til at annen virksomhet fortreges. En viss avskalling av deler av næringslivet er derfor en uunngåelig side ved å bruke oljeinntekter innenlands. For at økonomien skal være bærekraftig i et lengre perspektiv, er det viktig å finne den riktige balansen, og hindre at en for stor del av vårt tradisjonelle konkurranseutsatte næringsliv fortreges. Her har pengepolitikken lite å bidra med. Finanspolitikken og andre deler av den økonomiske politikken er derimot avgjørende.

Høy lønnsvekst over mange år har gitt oss et høyt kostnadsnivå. Målt i felles valuta er nå kostnadsnivået i Norge sammenliknet med våre handelspartnere over 20 prosent høyere enn det historiske gjennomsnittet i vår oljealder.

Kronens reelle verdi har styrket seg de siste årene. Det henger sammen med god vekst i norsk økonomi, høy oljepris og relativt svak utvikling blant våre handelspartnere. Så lenge det ikke er ledige ressurser i norsk økonomi, vil økt bruk av oljepenger over statsbudsjettet trekke i retning av en sterk realkurs, eller svekket konkurransevne.

Dette vil trolig fortsette så lenge vi faser inn mer oljepenger i økonomien. Oljefondsmekanismen og en moderat og forutsigbar bruk av petroleumsinntektene over statsbudsjettet gir imidlertid viktige bidrag til en stabil økonomisk utvikling fremover. Ved å begrense bruken av oljepenger til realavkastningen av fondet kan vi også sørge for at kommende generasjoner kan nyte godt av petroleumsformuen.

Figur: Utviklingen i boligpriser

Boligprisene er på et historisk høyt nivå. Den høye inntektsveksten har lenge vært en viktig faktor bak veksten i boligprisene. De siste årene er denne tendensen forsterket av høy innvandring og dermed sterk vekst i befolkningen.

Figur: Befolkningsvekst og antall fullførte boliger

Til tross for tiltagende byggeaktivitet er antall fullførte nye boliger fortsatt lavt i forhold til befolkningsveksten. Dette underskuddet av boliger har bygget seg opp over flere år og bidrar til å presse boligprisene opp. Et stramt arbeidsmarked og lav rente virker i samme retning.

Vekst i boligpriser og gjeldsveksten henger nært sammen. Siden slutten av 1990-tallet har norske husholdningers gjeld økt betydelig raskere enn inntektene. Husholdningene har nå i gjennomsnitt en gjeld som er mer enn to ganger disponibel inntekt.

En stadig økende andel av husholdningene har en gjeldsbelastning som gjør dem utsatte når renten igjen øker mot et normalt nivå eller hvis den økonomiske utviklingen i Norge svekkes. I en slik situasjon vil det kunne bli utfordrende for mange å betjene lånene sine, og de vil kunne redusere forbruket. Et markert fall i etterspørselen fra husholdningene vil virke negativt inn på foretakenes inntjening og deres evne til å betjene lån i norske banker.

Renten påvirker en rekke sentrale størrelser i norsk økonomi, herunder kronekursen, gjeldsutviklingen og boligprisene. Når vi setter renten, søker vi å ta hensyn til alle sentrale sammenhenger i økonomien, både de som påvirker realøkonomien og inflasjonen. Men det er begrenset hvor mange oppgaver som kan legges på renten. Pengepolitikken kan ikke alene hindre at finansielle ubalanser oppstår eller sikre norske bedrifters konkurransevne.

Pengepolitikken har lav og stabil inflasjon som mål, og vi har bare ett virkemiddel – renten. Godt forankrede inflasjonsforventinger gjør at Norges Bank i dag kan legge vekt på å stabilisere den økonomiske utviklingen når vi setter renten. Men vi kan ikke overbelaste pengepolitikken. I avveiningen mellom ulike hensyn må vi i pengepolitikken holde fast ved vårt hovedmål – lav og stabil inflasjon. Derfor må reguleringene av finansnæringen, skattesystemet og budsjettpolitikken bidra til å nå andre mål i den økonomiske politikken.

Takk for at jeg fikk innlede.