

# Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Øystein Olsens innledning til høringen i stortingets finanskomite 6. mai 2021.

## Innledning

2020 var et spesielt og dramatisk år. Koronapandemien gjorde at vi brått måtte leve helt annerledes liv enn vi pleier. Spesielt vanskelig har det vært for dem som er blitt direkte berørt av sykdommen, og for dem som er blitt permittert eller har mistet jobben.

Siden pandemien brøt ut har Stortinget vedtatt omfattende finanspolitiske tiltak for å dempe de økonomiske konsekvensene av virusutbruddet og smitteverntiltakene. For å bidra til å motvirke tilbakeslaget reduserte Norges Bank i fjor vår styringsrenten fra 1,5 til 0 prosent. I tillegg iverksatte vi en rekke tiltak for å bedre likviditeten i penge- og valutamarkedene.

Pandemien er ikke over, men vaksineringen er godt i gang, og trolig vil vi kunne begynne å leve mer som normalt om noen måneder. Da vil også økonomien og den økonomiske politikken etter hvert kunne normaliseres.

## En global pandemi

Virusutbruddet og tiltakene for å begrense smitte førte til et alvorlig tilbakeslag for internasjonal økonomi. I mange land var BNP-fallet i andre kvartal 2020 det største som noensinne er målt. Virusutbruddet førte også til betydelig uro i internasjonale finansmarkeder. Aksjeindekser falt, og risikopåslagene i penge- og obligasjonsmarkedene steg.

Myndighetene i mange land iverksatte kraftige finanspolitiske tiltak for å begrense de økonomiske konsekvensene av koronaviruset. Sentralbanker reduserte styringsrentene og gjorde mye for å stabilisere finansmarkedene. Mange sentralbanker har strukket pengepolitikken lenger enn oss og tatt i bruk tiltak som tidligere ble regnet som ukonvensjonelle. Tiltakene har inkludert tilførsel av likviditet i form av lån til banksystemet og program for kjøp av blant annet stats- og foretaksobligasjoner. Det er utsikter til at styringsrentene hos Norges handelspartnere vil være nær null en god stund fremover.

Aktivitetsnivået internasjonalt tok seg kraftig opp i løpet av sommeren i fjor, før gjeninnhentingene bremsset opp utover høsten som følge av økt smitte og strengere smitteverntiltak. Til tross for nye bølger med smitte og nedstenging, har samlet aktivitet holdt seg oppe gjennom høsten og vinteren. Etter hvert som en større andel av befolkningen blir vaksinert, venter vi at veksten hos Norges handelspartnere tar seg opp. Nye, mer smittsomme virusvarianter, vaksineproblemer og høyt smittetrykk i enkelte fremvoksende økonomier, skaper fortsatt usikkerhet om de økonomiske utsiktene.

## Stor usikkerhet og uro i finansmarkedene

Svekkede utsikter for internasjonal økonomi bidro til at oljeprisen falt markert i fjor vår. Sammen med økt usikkerhet og uro i finansmarkedene ga det en kraftig svekkelse i kronekursen. I mars nådde kronen rekordsvake nivåer mot en rekke valutaer.

Samtidig så vi at markedet for norske kroner fungerte dårlig. For å bidra til et mer velfungerende marked, foretok Norges Bank i mars i fjor ekstraordinære kronekjøp i valutamarkedet. Det var første gang vi intervenerte i valutamarkedet siden 1999. Relativt raskt etter intervensjonene begynte markedet å virke mer som normalt.

Utover våren i fjor styrket kronen seg. Styrkingen gikk sammen med en oppgang i oljeprisen og mindre usikkerhet i internasjonale finansmarkeder. Den siste tiden har oljeprisen vært på om lag samme nivå som ved inngangen til fjoråret, og kronekursen er noe sterkere enn den var før virusutbruddet.

I fjor vår økte risikopåslagene i det norske pengemarkedet mye. Norges Bank gjennomførte en rekke tiltak for å bedre likviditeten i markedet og for å sikre at lavere styringsrente fikk gjennomslag til pengemarkedsrentene og bankenes utlånsrenter. Blant annet tilbød Norges Bank ekstraordinær likviditet til bankene både i norske kroner og amerikanske dollar. Frem mot rentemøtet i mai avtok uroen i finansmarkedene, og påslagene i både pengemarkedet og obligasjonsmarkedet falt.

Vi er nå godt i gang med å normalisere likviditetspolitikken. Innen utgangen av august i år vil alle ekstraordinære lån fra oss til bankene være betalt tilbake, og lettelser i reglene for bankenes sikkerhetsstillelse i Norges Bank vil være reversert.

## Tilbakeslag for norsk økonomi

Aktiviteten i norsk økonomi falt brått i andre kvartal i fjor. Utbruddet av viruset og omfattende tiltak for å begrense smitte førte til produksjonsstans og redusert aktivitet for en rekke virksomheter. BNP for Fastlands-Norge var rundt 11 prosent lavere i april i 2020 enn i februar samme år.

Mange arbeidstakere ble permittert eller mistet jobben. Arbeidsledigheten steg til svært høye nivåer. De strenge smitteverntiltakene førte til et kraftig fall i privat konsum. Det skjedde også en vridning bort fra tjenester og over mot varekonsum. Mange reiser måtte settes på vent, og store deler av kulturtilbudet ble stengt ned. Pandemien og smitteverntiltakene dempet også investeringsviljen og -evnen i fastlandsforetakene. Petroleumsinvesteringene falt som følge av lavere oljepris og økt usikkerhet. Mindre reiseaktivitet ga fall i både eksporten og importen.

Etter nedgangen i mars og april, tok den økonomiske aktiviteten seg opp frem mot sommeren, og gjeninnhentingene fortsatte gjennom tredje kvartal.

Arbeidsledigheten falt. Utover høsten økte smittespredningen i Norge og nye smitteverntiltak ble innført. Aktiviteten avtok de første månedene i år, og i mars og april så vi en ny oppgang i antall permitterte.

Den siste tiden har antall smittede avtatt. En gradvis gjenåpning av samfunnet er i gang, og det er utsikter til at store deler av den voksne befolkningen i Norge vil være vaksinert innen utgangen av sommeren. Det tilsier at den økonomiske aktiviteten vil ta seg opp gjennom året.

Etter en oppgang i lønnsveksten de siste tre årene, avtok den litt i 2020. Nedgangen i lønnsveksten må ses i lys av at virusutbruddet ga en kraftig oppgang i arbeidsledigheten og en markert svekkelse av lønnsomheten i næringslivet.

Det har vært til dels store endringer i prisveksten gjennom det siste året. De første månedene i 2020 bidro fall i elektrisitetsprisene til at veksten i KPI avtok markert. Veksten i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) tiltok gjennom våren og sommeren og lå over inflasjonsmålet. Oppgangen kom i hovedsak som følge av høyere prisvekst på importerte varer. Høyere importert inflasjon må ses i sammenheng med kronesvekkelsen tidlig på året. Årsveksten i konsumprisindeksen var 1,3 prosent i 2020. Justert for avgiftsendringer og uten energivarer var prisveksten 3 prosent. Mot slutten av fjoråret bidro økningen i strømprisene til en oppgang i konsumprisindeksen. I mars i år var tolv månedersveksten i KPI 3,1 prosent, mens den underliggende prisveksten var noe lavere. Undersøkelser indikerer at inflasjonsforventningene er godt forankret rundt inflasjonsmålet på 2 prosent.

Rett etter at koronapandemien rammet Norge, falt omsetningen i boligmarkedet, og boligprisene avtok noe. Men utover våren i fjor tok aktiviteten i boligmarkedet seg opp og prisene steg. I april i år var boligprisene over 12 prosent høyere enn på samme tidspunkt i fjor. Veksten i husholdningenes kreditt økte litt gjennom fjoråret, men er fortsatt lavere enn den var i årene i forkant av pandemien.

## Den økonomiske politikken

La meg nå si litt om den økonomiske politikken siden koronaviruset rammet Norge. Finanspolitikken har gått i bresjen og spilt en avgjørende rolle i å begrense de negative konsekvensene av pandemien og smitteverntiltakene. I nedstengingsfasen i mars og april var det særlig viktig å sikre arbeidstakere og bedrifter som ble rammet finansielt. Unødige konkurser måtte unngås, og bånd mellom arbeidsgiver og arbeidstakere skulle opprettholdes. Målrettede finanspolitiske tiltak har, sammen med gode velferdsordninger, bidratt sterkt til at norsk økonomi samlet sett har klart seg nokså godt gjennom krisen.

Pengepolitikkenes hovedoppgave er å sørge for lav og stabil inflasjon, med et mål om en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Men pengepolitikken skal også bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting og til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser.

Ved å sette renten raskt og mye ned bidro vi til å dempe tilbakeslaget blant annet ved å gjøre det enklere for norske bedrifter og husholdninger med gjeld å komme seg gjennom en krevende tid. Fordi en stor andel av den norske befolkningen har boliglån, og stort sett flytende rente, gir en rentereduksjon de fleste husholdninger bedre råd. Selv om smitteverntiltak begrenser aktiviteten i deler av økonomien, bidrar lave renter, alt annet likt, til høyere forbruk og investeringer. Et eksempel er hvordan høy omsetning og prisvekst i boligmarkedet gir høyere boliginvesteringer, som igjen løfter den samlede økonomiske aktiviteten. Rentenivået har også betydning for kronekursen, som igjen er viktig for bedrifter som konkurrerer i et internasjonalt marked. Gjennom disse kanalene bidrar pengepolitikken til at tilbakeslaget ikke blir unødvendig langvarig og til å redusere faren for at arbeidsledigheten fester seg på et høyt nivå.

Prisveksten er nå over inflasjonsmålet, men vi har hele tiden ment at dette har vært en forbigående konsekvens av den kraftige kronesvekkelsen i fjor vår. Lav økonomisk aktivitet og høy arbeidsledighet demper lønns- og prispresset, og vi venter at inflasjonen vil falle til under målet det nærmeste året. En ekspansiv pengepolitikk bidrar til å normalisere aktiviteten i økonomien, som igjen vil bidra til at lønns- og prisveksten etter hvert tar seg opp.

I fjor vår var vi bekymret for at et fall i boligprisene ville forsterke det økonomiske tilbakeslaget. Siden da har bildet snudd. Den høye boligprisveksten det siste året må ses i lys av det lave rentenivået, men trolig har også koronapandemien i seg selv økt viljen til å bruke penger på bolig. Vi er mer hjemme, og vi har mindre mulighet til å bruke penger på restaurant, reiser og andre opplevelser. Kraftig boligprisvekst etterfølges gjerne av økt gjeldsvekst i husholdningene. Det kan føre til en oppbygging av finansielle ubalanser, som igjen vil kunne forsterke et fremtidig økonomisk tilbakeslag. Det tillegges vekt i de pengepolitiske avveiningene.

Etter hvert som forholdene i økonomien normaliseres, vil det være riktig å heve styringsrenten. På gårdsdagens rentemøte besluttet komiteen for pengepolitikk og finansiell stabilitet å holde renten uendret på null prosent. Samtidig sa vi at første renteheving trolig kommer i løpet av andre halvår i år.

I vår siste pengepolitiske rapport, som ble publisert i mars, la vi frem en renteprognose som indikerte at styringsrenten vil bli satt gradvis opp de neste årene. Prognosen innebar en noe raskere renteoppgang her hjemme enn det som er forventet hos handelspartnerne våre. Hensynet til utviklingen i realøkonomien og inflasjonen de neste årene tilsier å gå gradvis frem. En for rask renteheving kan bremse den økonomiske gjeninnhenting. Da risikerer vi at arbeidsledige blir stående uten jobb lenger enn nødvendig. Også det lave rentenivået internasjonalt har betydning for hvor raskt det vil være fornuftig å øke renten her hjemme. Bli rentedifferansen stor, kan det gi en sterkere krone, som igjen demper både den økonomiske aktiviteten og inflasjonen.

Det er fortsatt usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen. Tempoet på vaksineringen og nedtrappingen av smitteverntiltak er avgjørende for når vi kan begynne å leve mer som normalt. I prognosene i vår siste pengepolitiske

rapport anslo vi at aktiviteten i norsk økonomi tar seg godt opp i andre halvår i år etter hvert som store deler av befolkningen er vaksinert, og at oppgangen fortsetter inn i neste år. Vi anslo at arbeidsledigheten ville falle i takt med den økte aktiviteten. Samtidig ventet vi at prisveksten ville avta fremover, til noe under inflasjonsmålet, før den igjen tiltar. Vi anslo at veksten i boligprisene vil dempes som følge av gradvis økte utlånsrenter, en normalisering av husholdningenes forbruksmønster og økt boligbygging. Når det gjelder finanspolitikken, har vi lagt til grunn at den offentlige pengebruken – i tråd med handlingsregelen – vil reduseres etter hvert som situasjonen tillater det.

## Avslutning

La meg avslutte. Da jeg var her i fjor var utsiktene for økonomien dystre. Vi hadde nylig satt renten lavere enn den noen gang hadde vært, og vi var svært usikre på hva som lå foran oss. Siden den gang har vi vært gjennom flere bølger med økt smitte og strenge smitteverntiltak.

Den økonomiske aktiviteten har likevel tatt seg godt opp fra bunnen i fjor vår, og mange av de som ble arbeidsledige, har heldigvis kommet tilbake i jobb. Nå gleder vi oss over at smitten er på vei ned og at gjenåpningen av samfunnet er i gang. Det er fortsatt usikkerhet om veien videre, men vi ser lyset i enden av tunnelen.