

# Gjennomføringen av pengepolitikken

Sentralbanksjef Ida Wolden Bache holder innledning til høring om Finansmarkedsmeldingen 2022 i Stortingets finanskomité 28. april 2022.

*Med forbehold om endringer under fremføringen.*

## Innledning

Takk for anledningen til å gjøre rede for gjennomføringen av pengepolitikken. Min innledning her i dag bygger blant annet på Norges Banks årsrapport for 2021 og våre pengepolitiske vurderinger frem til rentemøtet i mars i år.

Det er nå mer enn to år siden koronapandemien førte norsk økonomi inn i et kraftig tilbakeslag. I løpet av våren 2020 satte Norges Bank styringsrenten ned til null prosent. Kravet til den motsykliske kapitalbufferen i bankene ble redusert fra 2,5 prosent til 1 prosent. Underveis i pandemien har Stortinget vedtatt omfattende finanspolitiske tiltak. Hensikten med tiltakene har vært å dempe de økonomiske konsekvensene av pandemien for bedrifter og husholdninger.

I ettertid kan vi konstatere at aktiviteten kom raskere tilbake enn ventet. I løpet av fjoråret ble forholdene i økonomien mer normale igjen, og det var ikke lenger behov for en like ekspansiv pengepolitikk. Utover høsten ble det også tydeligere at hensynet til å stabilisere inflasjonen rundt målet på noe sikt tilsa at styringsrenten burde økes mot et mer normalt nivå. Siden i fjor sommer er styringsrenten hevet fra null til 0,75 prosent, og vi ser for oss at styringsrenten skal videre opp. I takt med normaliseringen av økonomien er også kravet til den motsykliske kapitalbufferen satt opp igjen.

Russlands invasjon av Ukraina har preget oss alle sterkt de siste månedene. Krigen forårsaker store ødeleggelser og store menneskelige lidelser. Den skaper også usikkerhet om de økonomiske utsiktene, både internasjonalt og i Norge.

## Normalisering av norsk økonomi gjennom fjoråret

La meg først si litt mer om utviklingen her hjemme.

*Figur: Aktiviteten er høyere enn før pandemien*

Pandemien og smitteverntiltakene har skapt store svingninger i aktiviteten de siste to årene. Etter gjenåpningen av samfunnet i fjor vår, fikk vi en markert oppgang i norsk økonomi. I løpet av sommeren passerte aktiviteten nivået fra før pandemien.

Økt smitte og nye smitteverntiltak ga et midlertidig fall i aktiviteten rundt årsskiftet, men konsekvensene av omikronvarianten av viruset ble mindre enn

vi så for oss da vi laget prognoser mot slutten av fjoråret. Etter at smitteverntiltakene ble fjernet i februar, kom aktiviteten raskt tilbake i de næringene som var mest berørt.

*Figur: Høy sysselsetting og lav arbeidsledighet*

Arbeidsmarkedet har bedret seg i takt med økt aktivitet. Etter en kraftig oppgang våren 2020 har arbeidsledigheten kommet ned til et lavt nivå. I mars var den registrerte arbeidsledigheten 1,9 prosent, som er det laveste siden før finanskrisen i 2008. Samtidig har sysselsettingen steget mye. Andelen av befolkningen som er i jobb har økt til det høyeste nivået på over ti år.

*Figur: Høy kapasitetsutnyttning i norsk økonomi*

Det er tydelig at arbeidsmarkedet har strammet seg til. Bedriftene i vårt regionale nettverk meldte i vinter om kapasitetsproblemer og at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen. Andelen bedrifter som oppga at de hadde full kapasitetsutnyttning er den høyeste siden 2007. Mangelen på arbeidskraft er et økende problem i de fleste regioner. Mange ledige stillinger bekrefter at det er stor etterspørsel etter arbeidskraft. Vår vurdering er at kapasitetsutnyttningen er over et normalt nivå, og at norsk økonomi nå er inne i en høykonjunktur.

Et stramt arbeidsmarked bidrar gjerne til økt lønnsvekst. Lønnsveksten i fjor ble høyere enn vi ventet, og ulike spørreundersøkelser viser at partene i arbeidslivet har økt sine forventninger til lønnsveksten i år. Økte lønnsforventninger må trolig også ses i sammenheng med at konsumprisveksten er ventet å bli nokså høy i år. Vårens lønnsoppgjør er i gang, og det er oppnådd enighet i frontfaget om en lønnsramme på 3,7 prosent. Vi ser for oss at lønnsveksten vil stige noe i årene som kommer.

## Høy prisvekst internasjonalt

Også internasjonalt har veksten tatt seg godt opp i takt med at de fleste land lettet på og etter hvert fjernet smitteverntiltakene. Aktiviteten hos handelspartnerne våre er nå høyere enn før pandemien. Arbeidsmarkedene har bedret seg, og lønnsveksten er på vei opp.

*Figur: Høye råvarepriser og høy konsumprisvekst internasjonalt*

Etter en periode med svært lav prisvekst og bekymring for om prisveksten vil bli for lav, har det nå vært en markert oppgang i inflasjonen i mange land. I USA og Storbritannia er det flere tiår siden sist prisstigningen var så høy. Bak oppgangen finner vi flere forhold knyttet til pandemien. Pandemien har lagt begrensninger på forbruksmulighetene, og som i Norge har husholdningene vridt forbruket sitt fra tjenester til varer. Samtidig som etterspørselen har økt, har nedstenginger og andre smitteverntiltak bidratt til forsinkelser i produksjonen og distribusjonen av enkelte varer. Prisene på internasjonal frakt har steget mye.

Det har også vært en betydelig oppgang i prisene på energi, metaller og jordbruksprodukter. Etterspørselen etter råvarer tok seg opp i takt med gjeninnhentingene i verdensøkonomien, men samtidig har det vært begrensninger på tilbudssiden, blant annet som følge av pandemien og ekstremværhendelser. Russlands invasjon av Ukraina ga ytterligere oppgang i prisene på energi og andre råvarer. Prisene på leveranser frem i tid indikerer at prisene på disse varene vil falle, men at de en god stund fremover kan bli liggende på et høyere nivå enn i årene før pandemien.

Høyere inflasjon og økte inflasjonsforventninger har ført til at styringsrenteforventningene internasjonalt har steget mye det siste året. Flere sentralbanker er i gang med å heve rentene, og det er ventet at styringsrentene vil settes videre opp fremover.

Vi venter at den økonomiske oppgangen hos våre handelspartnere fortsetter, men krigen i Ukraina demper veksten. Oppgangen i råvarepriser og høy prisvekst mer generelt, gir økte kostnader for bedriftene og reduserer husholdningenes kjøpekraft. Bortfall av eksportmarkeder og økt usikkerhet hos husholdninger og bedrifter, kan også dempe veksten, særlig i Europa. Samtidig bidrar koronapandemien fortsatt til usikkerhet. I Kina er det innført svært strenge smitteverntiltak i flere store byer.

## Høyere prisvekst også her hjemme

*Figur: Prisveksten har steget også i Norge*

Også i Norge har prisveksten steget. Det siste året har høye strømpriser løftet prisveksten, og årsveksten i konsumprisene er nå klart over inflasjonsmålet på 2 prosent.

Når vi fastsetter renten, ser vi gjerne gjennom midlertidige svingninger i prisveksten og er mer opptatt av det vi betegner som den underliggende prisveksten. Den underliggende prisveksten kan måles på ulike måter, men her er den illustrert ved KPI-JAE, som er konsumprisveksten justert for avgiftsendringer og uten energivarer. Den underliggende prisveksten har økt fra lave nivåer i høst. Både prisveksten på de varene vi importerer og prisveksten på innenlandske varer og tjenester har steget.

Vi venter at den underliggende prisveksten vil fortsette å stige, både som følge av høy prisvekst på varene vi importerer og fordi det er lite ledig kapasitet i norsk økonomi og utsikter til stigende lønnsvekst.

## Målet for pengepolitikken

*Figur: Mål om lav og stabil inflasjon*

Komiteen for pengepolitikk og finansiell stabilitet hadde i fjor en gjennomgang av den [pengepolitiske strategien](#). Strategien, som ble publisert i desember,

beskriver komiteens tolkning av mandatet for pengepolitikken og hvordan komiteen vil veie de ulike hensynene mot hverandre.

Det overordnede målet for pengepolitikken er lav og stabil prisvekst, definert som en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Å ha et eksplisitt mål for inflasjonen gir aktørene i økonomien et anker for inflasjonsforventningene. Vedvarende høy inflasjon er kostbart for samfunnet, blant annet fordi det skaper usikkerhet om pengenes verdi og gjør økonomisk planlegging vanskelig. Så lenge det er tillit til at inflasjonen vil være lav og stabil, vil svingninger i prisveksten rundt målet trolig ikke ha vesentlige samfunnsøkonomiske kostnader. I rentesettingen legger vi vekt på å unngå store og vedvarende avvik fra inflasjonsmålet, både på over- og undersiden.

Mandatet sier at inflasjonsstyringen skal være fleksibel. Det innebærer at pengepolitikken også skal bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting. Mens høy arbeidsledighet har direkte kostnader både for samfunnet og den enkelte som ikke finner arbeid, har høy sysselsetting, eller svært lav ledighet, kun indirekte kostnader i form av at det kan gi for høy lønns- og prisvekst. Hensynet til å få flest mulig i jobb må derfor veies mot faren for at prisveksten blir for høy. Holdes renten lav lenge for å stimulere til økonomisk aktivitet, vil presset i økonomien før eller siden bli så høyt, at priser og lønninger skyter fart.

Mandatet for pengepolitikken sier også at vi skal bidra til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Typiske tegn på at finansielle ubalanser bygger seg opp, er høy boligprisvekst og rask oppgang i husholdningenes gjeld. Det kan i neste omgang forsterke et fremtidig tilbakeslag i økonomien. Vi må derfor ikke være for kortsiktige i rentesettingen, men også tenke på hvordan politikken vi fører i dag kan påvirke stabiliteten i økonomien på lengre sikt. Det innebærer blant annet at vi er bevisst på at en periode med svært lave renter kan føre til at finansielle ubalanser øker.

Pengepolitikken kan imidlertid ikke ta hovedansvaret for å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Førstelinjeforsvaret mot forstyrrelser i det finansielle systemet er regulering og overvåking av finansinstitusjonene. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer og systemrisikobuffer i bankene er en del av makroreguleringen av det finansielle systemet, også kalt makrotilsyn. I september i fjor fikk Norges Bank beslutningsansvaret for den motsykliske kapitalbufferen, og et formalisert rådgiveransvar for systemrisikobufferen. Siden det har kravet til motsyklisk kapitalbuffer blitt økt to ganger.

## De pengepolitiske avveiningene i mars

*Figur: Høyere renter fremover*

På det siste rentemøtet i mars satte vi opp renten til 0,75 prosent og la frem en renteprognose som indikerte at styringsrenten vil bli satt gradvis opp til rundt 2,5 prosent ved utgangen av neste år. Prognosen innebærer at boliglånsrenten, som nå er litt over 2 prosent, etter hvert vil kunne øke til rundt

4 prosent. I mars satte vi også opp bufferkravet til 2,5 prosent med virkning fra 31. mars 2023.

Renteoppgangen gjenspeiler at det er høy aktivitet i norsk økonomi og at det er stor etterspørsel etter arbeidskraft. Prisveksten har økt, og stigende lønnsvekst og høyere prisvekst på varene vi importerer vil trolig løfte den underliggende inflasjonen fremover.

Vi tror at oppgangen i norsk økonomi fortsetter, men krigen i Ukraina bidrar til usikkerhet om vekstutsiktene. Høye energipriser gir store inntekter til staten og kan løfte investeringer og eksport relatert til kraft og olje- og gassutvinning, men innebærer samtidig økte utgifter for husholdninger og foretak. Samtidig ser det ut til at krigen kan forsterke forstyrrelsene i de internasjonale verdikjedene.

*Figur: Videre oppgang i økonomien og inflasjon nær målet på noe sikt*

Vår hovedoppgave er å sikre lav og stabil inflasjon. På rentemøtet i mars var komiteens vurdering at hensynet til å stabilisere inflasjonen rundt målet på noe sikt tilsier en høyere styringsrente. Hadde vi latt være å heve renten, ville det vært en økende fare for at inflasjonen etter hvert blir *for* høy. Da kunne det blitt behov for større renteøkninger frem i tid, som igjen kunne økt risikoen for et tilbakeslag i økonomien. Samtidig er det usikkerhet om den økonomiske utviklingen og hvordan husholdningene vil tilpasse seg et høyere rentenivå. Det tilsier at renten økes gradvis.

En gradvis renteoppgang vil bidra til at inflasjonen er nær målet på noe sikt. Økt rente vil bremse farten i økonomien, men vi venter at arbeidsledigheten holder seg lav. Høyere renter gir økte kostnader for dem som har lån og vil bidra til å dempe husholdningenes konsum. Samtidig var det mange som sparte mer enn normalt under pandemien. Vi tror at den høye sparingen sammen med høyere lønnsvekst og økt sysselsetting vil bidra til at oppgangen i konsumet fortsetter. God vekst i fastlandsbedriftenes investeringer ventes også å løfte aktiviteten fremover. Mye av investeringsveksten ser vi for oss vil komme i industrien, blant annet drevet av klima- og energiomstillingen ute og hjemme.

## Avslutning

La meg avslutte.

To år etter at pandemien startet, kan vi konstatere at norsk økonomi så langt har klart seg godt. Aktiviteten er høy, og det økte presset i økonomien vil trolig gi økt prisvekst fremover. Renten er derfor på vei opp.

Men prognosene er usikre. Dersom økonomien utvikler seg annerledes enn vi nå ser for oss vil renteutviklingen også kunne bli en annen. Utsiktene for verdensøkonomien tynges av krigen i Ukraina. Det er stor usikkerhet om hvor store og hvor varige konsekvensene for økonomien av krigen blir – både hos våre handelspartnere og her hjemme. Veksten internasjonalt kan svekkes mer

enn anslått samtidig som prisveksten tiltar. Kapasitetsbegrensninger i økonomien og vedvarende prispress internasjonalt kan også føre til at lønns- og prisveksten blir høyere enn vi nå ser for oss.

Mens økende handel og konkurranse mellom land lenge har bidratt til å holde prisveksten nede, har globaliseringen bremset de siste årene. Pandemien forsterket trolig en trend der flere virksomheter ønsker å sikre egne forsyningslinjer og ha en større del av produksjonskjeden nærmere kundene. Krigen i Ukraina har gitt høye råvarepriser og ført til at mange land nå ønsker å gjøre seg mindre avhengige av russisk energi- og råvareimport. Det vil kunne fremskynde overgangen fra fossil til fornybar energi. I denne overgangsfasen kan energi- og råvareprisene forbli høyere enn vi har vært vant til de senere årene.

Fremover vil vi kunne stå overfor vanskeligere avveiiinger i pengepolitikken. Men vi har et klart samfunnsoppdrag, og vi vil gjøre vårt for å sørge for lav og stabil inflasjon og en stabil økonomisk utvikling også i årene som kommer.

Takk for at dere har lyttet til meg.