

Foredrag

## Rapport fra Norges Bank Watch 2025

Innlegg ved visesentralbanksjef Pål Longva, 27. februar 2025.

[Se talen her \(bi.no\)](#)

*I februar/mars hvert år presenterer Senter for monetær økonomi (CME) en rapport om Norges Banks pengepolitikk, gjennomført på oppdrag av Finansdepartementet. Et utvalg uavhengige økonomer vurderer Norges Banks utøvelse av pengepolitikken. Rapportene fra de årlige utvalgene publiseres av CME i en egen Norges Bank Watch Report Series.*

La meg først få takke medlemmene i årets komité. Det er både viktig og nyttig at noen utenfor Norges Bank regelmessig evaluerer jobben vi gjør i pengepolitikken. Jeg vil også takke senter for monetær økonomi for dette arrangementet og anledningen til å kommentere rapporten.

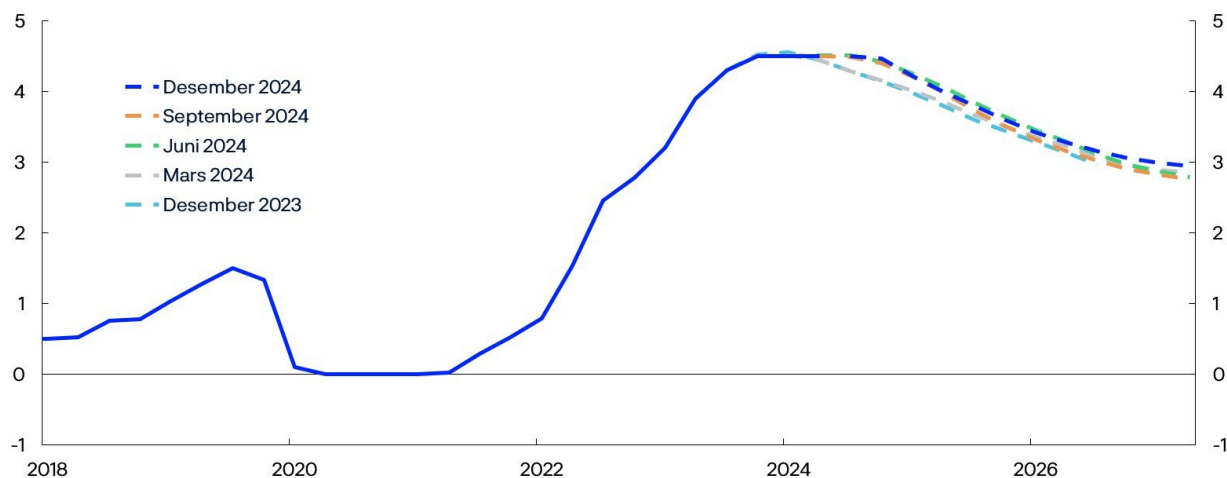
Jeg vil først si litt om gjennomføringen av pengepolitikken i fjor før jeg kommenterer på tre temaer som Norges Bank Watch (NBW) tar opp: hvordan vi ivaretar internasjonale utviklingstrekk, kommunikasjon av usikkerhet, og til slutt avveiningene våre i pengepolitikken.

### Pengepolitikken i 2024

Året 2024 ble preget av at prisveksten avtok mye fra et høyt nivå og nærmet seg målet på 2 prosent. Den økonomiske veksten har vært lav de siste par årene, men den registrerte arbeidsledigheten har likevel holdt seg lavere enn den var i perioden før pandemien. I landene rundt oss begynte sentralbankene å sette ned styringsrentene. Her hjemme valgte komiteen for pengepolitikk og finansiell stabilitet å holde styringsrenten uendret gjennom hele 2024. Som NBW kommenterer, var rentebeslutningene godt i tråd med forventningene i markedet. Kort oppsummert (figur 1): Det var et år hvor renten var stabil og prognosen for renten endret seg lite, en helt annen situasjon enn vi hadde året før.

*Figur 1: Stabil rente og lite endret renteprognose i 2024.*

Styringsrenten. Anslag 5 siste rapporter. Prosent. 1. kv. 2018 – 4. kv. 2027



Kilde: Norges Bank

Gjennom høsten ble styringsrenten her hjemme holdt uendret samtidig som styringsrenten ble satt ned i USA. NBW påpeker at dette skjedde samtidig som at kronen svekket seg mot dollaren. Til det vil jeg si at en økning i styringsrentedifferansen i seg selv ikke nødvendigvis gir utslag i kronekursen. Det vi har pekt på tidligere er at det er en sammenheng mellom endringer i forventet fremtidig styringsrentedifferanse og valutakursen. I tillegg påvirkes kronekursen av mange andre forhold.

Så til våre anslag for prisveksten, og det faktum at de gjennomgående lå for høyt i 2024. Vi har noen turbulente år bak oss med en prisvekst som steg til de høyeste nivåene på flere tiår, som følge av pandemien, ekspansiv økonomisk politikk og Russlands invasjon av Ukraina. Det har vært utfordrende å anslå prisveksten, også når den har vært på vei ned igjen. Det er vanskelig å finne én enkeltfaktor som kan forklare hvorfor prognosene våre for prisveksten lå for høyt. Da prisveksten var på vei opp, økte den raskere enn de historiske sammenhengene skulle tilsi. Motsatt har prisveksten avtatt raskere når den har vært på vei ned. En mulig hypotese er at gjennomslaget fra kostnader til priser har kommet raskere enn tidligere. Det vil si at kostnadsøkningene bedriftene stod overfor i kjølvannet av pandemien raskere ble tatt ut i høyere priser. Det kan ha medført at prisveksten avtok raskere da kostnadene ikke lenger økte.

### Internasjonale utviklingstrekk

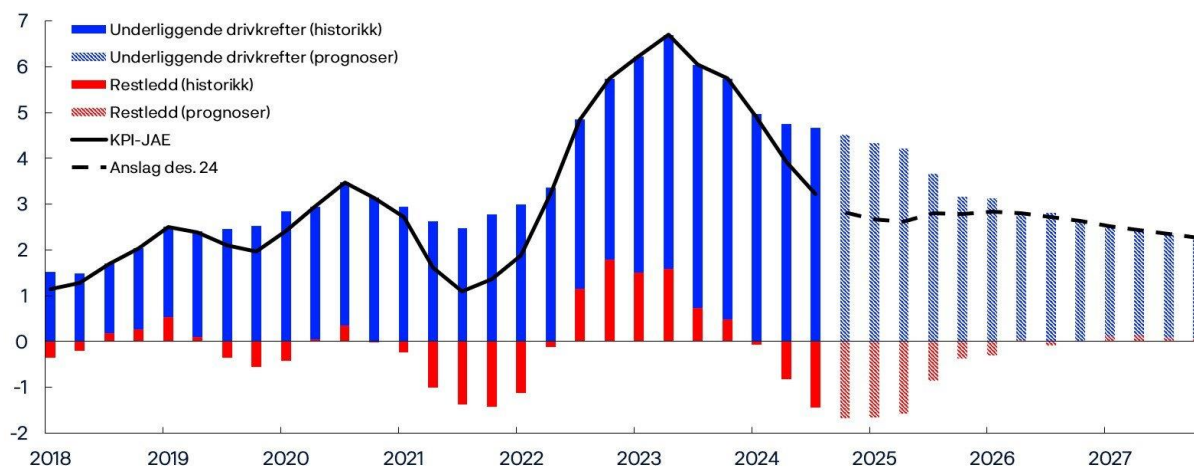
Et av temaene i rapporten, som også ble trukket frem i fjor, er hvordan vi forholder oss til det som skjer internasjonalt. NBW mener at prognosene våre for prisveksten her hjemme kunne truffet bedre hvis vi hadde lagt mer vekt på utviklingen i prisveksten internasjonalt. Her er vi enige med NBW. En av lærdommene fra de siste årene er at vi må ta internasjonale

impulser, også fra tilbudssiden, inn i analysene våre på en bedre måte. NBW oppfordrer oss til å finne måter å avgjøre når det er tid for å gå over i såkalt «internasjonal modus», det vil si å legge større vekt på internasjonale utviklingstrekk. Vi tror det kan være krevende å forholde seg til internasjonale utviklingstrekk på en slik av/på-basis. Vi må følge den internasjonale utviklingen tett, og hele tiden gjøre våre beste vurderinger av hvordan ulike sjokk vil påvirke norsk økonomi.

Figur 2 viser bidrag til prisveksten både historisk og i prognosene våre. Vi har samlet alle underliggende drivkrefter vi har i modellene våre i de blå søylene og uforklarte bidrag i de røde søylene som vi har kalt «restledd». De underliggende drivkreftene er blant annet lønnskostnader per enhet, kronekursen og ulike internasjonale impulser. Vi har lenge hatt en indikator for prisutviklingen på konsumvarene vi importerer fra utlandet. De siste årene har vi også konstruert en ny indikator som fanger opp indirekte prisimpulser som kommer via importerte innsats- og investeringsvarer som bedriftene bruker i produksjonen. Selv med den nye indikatoren klarte vi ikke å fange alt som drev utviklingen i prisveksten. Dette tok vi med oss, og flere ganger gjorde vi skjønnsmessige justeringer av prognosene ut over det modellene våre fremskrev. Justeringen av prognosene vi gjorde nå i desember er vist i de skraverte søylene med restledd i figur 2. I den forbindelse vil jeg nevne at vi har et pågående modellprosjekt i Norges Bank hvor et av målene nettopp er å ivareta internasjonale utviklingstrekk i vår makromodell på en bedre måte. Analysen til NBW er interessant i så måte, og noe vi tar med oss i det videre arbeidet med å forbedre prognosene våre.

*Figur 2: Modellene våre fanget ikke opp utviklingen i prisveksten*

Bidrag til firekvartalersvekst i KPI-JAE. Prosentenheter. 1. kv. 2018 – 4. kv. 2027



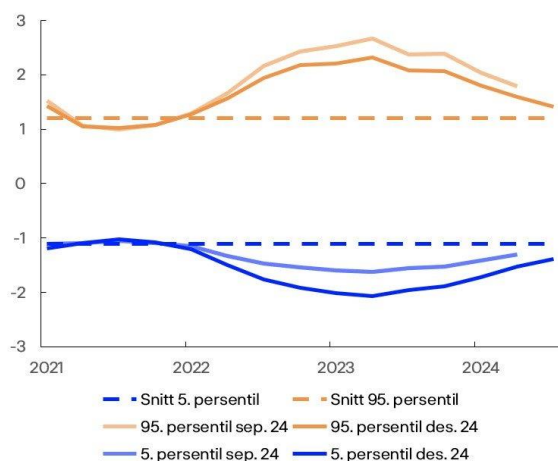
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Kommunikasjon av usikkerhet**

Usikkerhet og vår kommunikasjon av usikkerhet er et annet tema NBW tar opp. I rapporten viser NBW blant annet til de kvantitative målene for usikkerhet som vi publiserer i de Pengepolitiske rapportene (figur 3). Disse usikkerhetsmålene viser at det var oppsiderisiko for inflasjonen også i fjor, selv om den riktignok avtok mot slutten av året.

Figur 3: Oppsiderisiko for inflasjonen i 2024

Differanse mellom ulike persentiler og median fra kvantilregresjoner. Åtte kvartaler frem. Firekvartalersvekst i KPI-JAE. Prosentenheter. 1. kv 2021 – 3. kv 2024



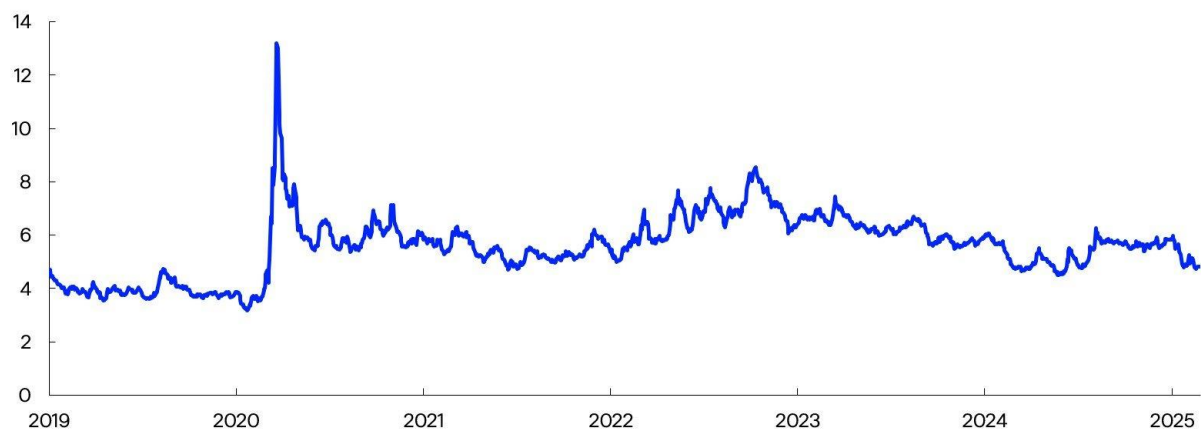
- Tydelig oppsiderisiko for inflasjonen ved rentemøtet i september (Pengepolitisk rapport 3/24)
- Mer symmetrisk usikkerhet om inflasjonen ved rentemøtet i desember (Pengepolitisk rapport 4/24)

Kilde: Norges Bank

NBW oppfordrer oss til å bruke og videreutvikle kvantitative usikkerhetsmål i enda større grad. Vi har planer om å utvikle flere mål på usikkerhet. Vi vurderer blant annet å ta i bruk opsjonspriser i større grad. Opsjonsprisene vil reflektere markedets prising av risiko frem i tid, for eksempel knyttet til energipriser, internasjonale renter og valutakurser. Jeg har tatt med et eksempel i figur 4. Her viser jeg såkalt implisitt volatilitet, eller standardavviket i prosent, tre måneder frem i tid for kronkursen målt mot dollar. Er implisitt volatilitet rundt fem prosent, som den har vært i februar, tilsier altså disse opsjonsprisene at verken vi i Norges Bank eller bedrifter og husholdninger bør bli overrasket om kronkursen målt mot dollar er fem prosent sterkere eller svakere om tre måneder. Dette kan være nyttig informasjon for bedrifter og husholdninger å ta med seg når de gjør vurderinger og tar beslutninger.

Figur 4: Opsjonspriser kan si noe om risiko frem i tid

USDNOK. 3 måneder implisitt volatilitet. Prosent. 1. jan. 2019 – 25. feb. 2025

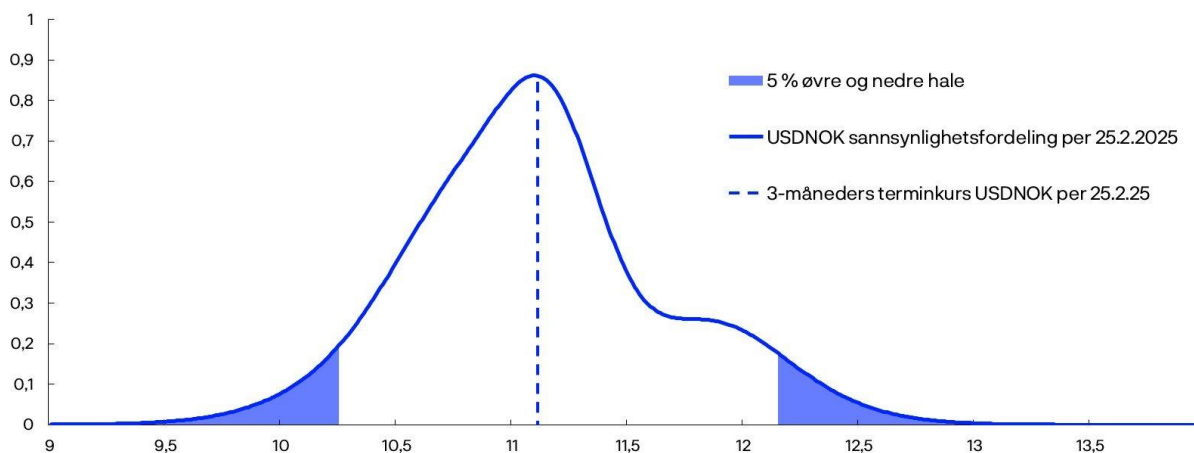


Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Opsjonspriser kan også gi oss informasjon om det er asymmetrisk risiko knyttet til prognosene våre, det vil si en særskilt opp- eller nedsiderisiko. Ser vi på hele den estimerte sannsynlighetsfordelingen for kronekursen tre måneder frem i tid (figur 5) basert på opsjonspriser fra 25. februar, ser vi at den er asymmetrisk.<sup>[1]</sup> Ifølge denne fordelingen er det for eksempel 5 prosent sannsynlighet for at kronekursen svekker seg med mer enn 9,3 prosent, og 5 prosent sannsynlighet for at den styrker seg med mer enn 7,8 prosent. En annen måte å lese figuren på er at markedet priser større mulighet for en vesentlig svekkelse enn en vesentlig styrking av kronen. Dette kan vi igjen benytte til å kommunisere hvordan de øvrige prognosene våre vil påvirkes dersom vi skulle få en slik alternativ utvikling i kronekursen.

*Figur 5: Opsjonspriser kan si noe om asymmetrisk usikkerhet*

Opsjonsbasert forventning for USDNOK tre måneder fram i tid per 25. feb. 2025



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

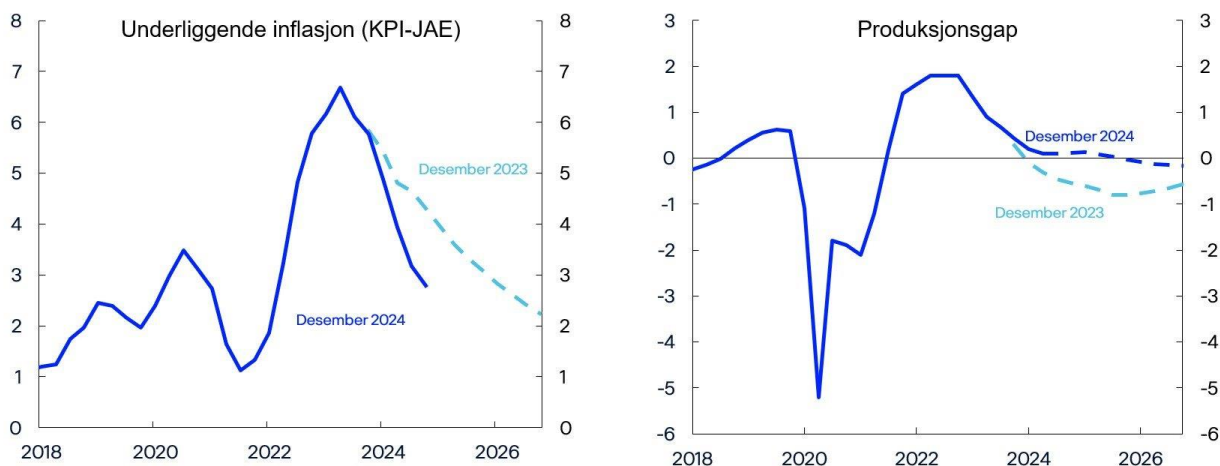
### Avveininger i pengepolitikken

Det siste temaet jeg vil kommentere på er *avveiningene vi gjør i pengepolitikken*. NBW stiller et viktig spørsmål – kunne avveiningene i 2024 vært bedre om vi hadde truffet med inflasjonsprognosene?

Analysene fra NBW indikerer at renten, til tross for prognosebommen på inflasjonen, er på et passende nivå. At norsk økonomi gjennom fjoråret utviklet seg bedre enn vi ventet, kan være en av årsakene til dette.

*Figur 6: Inflasjonen ble lavere enn ventet, men aktiviteten høyere*

KPI-JAE. Firekvartalersvekst. Prosent. Produksjonsgap. Prosent. 1. kv. 2018 – 4. kv. 2026



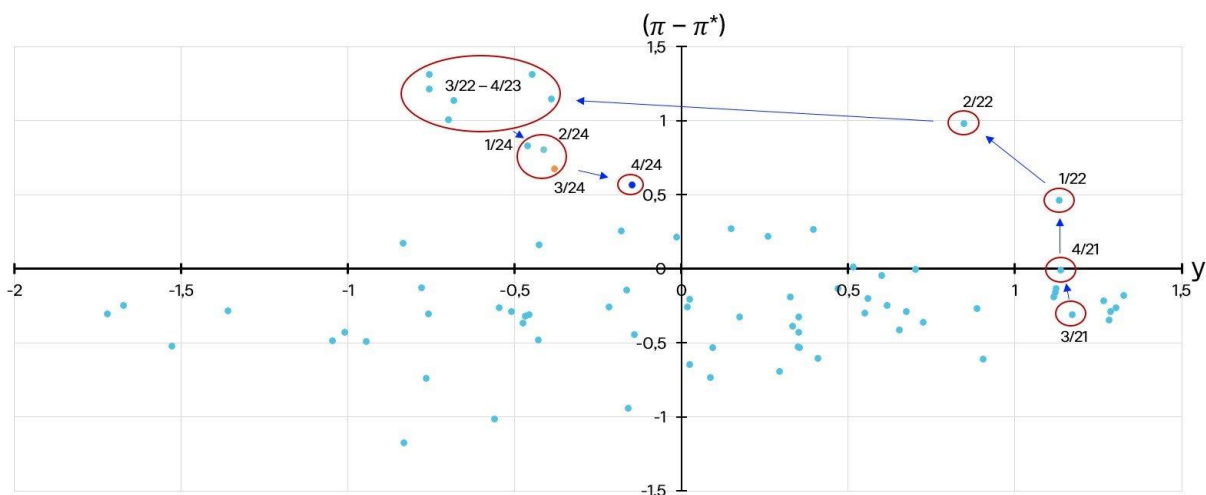
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I pengepolitikken må vi hele tiden veie ulike hensyn opp mot hverandre. På lang sikt er det ingen konflikt mellom lav og stabil inflasjon og høy og stabil sysselsetting. Men på kort sikt vil det kunne inntreffe forstyrrelser som gir en konflikt mellom de to hensynene, og da må vi veie de to hensynene mot hverandre. Som NBW kommenterer, oppdaterte vi vår pengepolitiske strategi i fjor. Strategien beskriver hvordan vi i komiteen (for pengepolitikk og finansiell stabilitet) tolker mandatet vårt. Da vi la frem den oppdaterte strategien, presiserte vi at vi tolker mandatet slik at vi skal legge stor vekt på sysselsettingen, også i situasjoner der inflasjonen avviker mye fra målet. Den tolkningen lå også til grunn for innretningen av pengepolitikken før vi oppdaterte strategien.

Prognosene våre for inflasjon og produksjonsgap, som vi publiserer i de pengepolitiske rapportene, er ett uttrykk for de avveiningene komiteen gjør. I Pengepolitisk rapport 1/24 hadde vi en utdyping om disse avveiningene, som også NBW viser til og bruker i sine analyser. NBW finner blant annet at vi la stor vekt på utviklingen i produksjonsgapet i 2024. Figur 7 viser prognosene ett til tre år frem i tid for produksjonsgapet og inflasjonen, målt som avvik fra inflasjonsmålet, i ulike rapporter tilbake til 2005. Diagrammet gir blant annet et bilde av hvordan måloppnåelsen i pengepolitikken skifter fra en Pengepolitisk rapport til en annen. Vi ser at vi de siste par årene har beveget oss sørøstover og nærmere midten av diagrammet, hvor begge gapene er nær null, det vil si at det har blitt utsikter til at vi kan få en bedre måloppnåelse i pengepolitikken.

*Figur 7: Utsikter til bedre måloppnåelse gjennom 2024*

Inflasjonsgap og produksjonsgap. Gjennomsnitt 1-3 år frem



Kilde: Norges Bank

Vi ser at det er punkter i diagrammet både i den nordøstre og den sørvestre kvadranten, det vil si situasjoner der prognosene har gitt samme fortegn på både inflasjons- og produksjonsgap. Ifølge en enkel teoretisk modell<sup>[2]</sup> vil ikke det være optimalt fordi man kan få en bedre måloppnåelse i pengepolitikken ved å sette renten henholdsvis høyere eller lavere. Det vil bringe inflasjonen nærmere målet og produksjonen nærmere sitt potensial.

Avveiningene i pengepolitikken er i virkeligheten mer komplekse enn den enkle teorimodellen tilsier. I noen situasjoner vil de økonomiske realitetene gjøre at vi også vektlegger andre forhold, som risikoen for at finansielle ubalanser bygger seg opp eller usikkerhet om virkningen av renten. Hvor raskt vi søker å bringe inflasjonen tilbake til målet vil i tillegg avhenge av hva slags forstyrrelser økonomien utsettes for. Det at punktene i dette diagrammet har skiftet mye rundt, kan være vel så mye et uttrykk for at det økonomiske bildet har endret seg mye, som at vektleggingen av de ulike hensynene i mandatet vårt systematisk har endret seg over tid.

La meg avslutte med å takke medlemmene av Norges Bank Watch nok en gang. Eksterne evalueringer er svært nyttige, og de gir oss en pekepinn på hvor vi bør legge ned innsats for å forbedre analysene og kommunikasjonen vår.

Takk for oppmerksomheten!

<sup>[1]</sup> Beregningen av den estimerte sannsynlighetsfordelingen er basert på samme metode som [Atlanta Fed Market Probability Tracker](#).

<sup>[2]</sup> Se f.eks. Røisland, Ø. og T. Sveen (2018) «[Monetary Policy under Inflation Targeting](#)». *Occasional Papers* 53/2018. Norges Bank.