

# ØKONOMISKE PERSPEKTIVER

Tale av sentralbanksjef Øystein Olsen  
til Norges Banks representantskap

TORSDAG  
17. FEBRUAR  
2022



NORGES BANK

# Økonomiske perspektiver 2022

NORGES BANK

ØKONOMISKE  
PERSPEKTIVER  
17. FEBRUAR 2022

## INNLEDNING

I dag er det, nesten på dagen, 100 år siden den første årstalen ble holdt. Direksjonsformann Nicolai Rygg tegnet et dystert bilde. Spekulasjonsøkonomien under første verdenskrig hadde skapt en boble som brast. Nå kom tapene. Stagnasjon og konkurser preget økonomien. Problemene i næringslivet forplantet seg til bankene.<sup>1</sup>

Gikk banker over ende, ville problemene i næringslivet forsterkes. Derfor var det viktig å sikre at bankvesenet kom seg gjennom krisen. Om det var det ingen uenighet. Diskusjonen og tautrekkingen dreide seg først og fremst om hvem som skulle bære tapene, og hvem som skulle garantere for ny kapital.

Ikke mange uker etter den første årstalen måtte Norges Bank være med på å redde en av de store bankene. Da den neste storbanken fikk problemer, ble det igjen appellert til sentralbanken. Rygg satte nå foten ned. Det var staten og ikke Norges Bank som måtte stå ansvarlig for lånene som ble gitt.

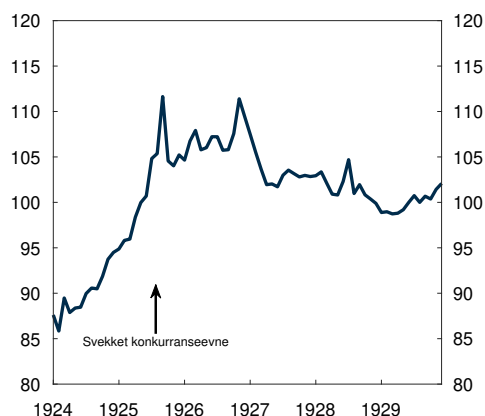
Rygg hadde ikke bare bankkrisen å hankes med. Perioder med for mye penger i omløp hadde forringet verdien av norske kroner. Rygg var bestemt på å føre verdien tilbake til den opprinnelige gullverdien, den tids nominelle anker. Målet ble nådd, men ikke uten kostnader. Prisen var svekket konkurransevne, resesjon og høy arbeidsledighet, se figur 1.<sup>2</sup> Paripolitikken illustrerer at det kan være kostbart å bli for enøyd opptatt av et enkelt tall i gjennomføringen av pengepolitikken.

1 Se Eitrheim, Ø., J.T. Klovland og L.F. Øksendal (2016) *A Monetary History of Norway, 1816–2016*. Cambridge University Press, og Lie, E., J.T. Kobberrød, E. Thomassen og G. F. Rongved (2016) *Norges Bank 1816–2016*. Fagbokforlaget.

2 Grytten, O.H. (2008) “Why Was the Great Depression not so Great in the Nordic Countries? Economic Policy and Unemployment”. *Journal of European Economic History*, 37, 369–393, 395–403.

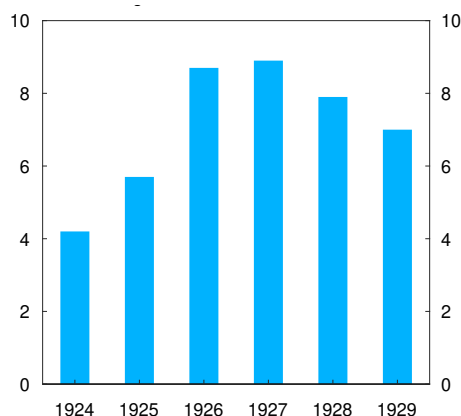
**Figur 1 Paripolitikken førte til svekket konkurransevne og høyere ledighet**

Realvalutakurs. Indeks



Kilde: Eitrheim m.fl. (2016)

Arbeidsledighet. Prosent



Kilde: Grytten (2008)

Hendelsene i tiden rundt den første årstalen reiser problemstillinger som fortsatt er relevante: Hva er sentralbankens oppgaver, og hvor langt strekker sentralbankens ansvar seg, i normale tider og når krisen rammer?

## NORGES BANK ER BANKENES BANK

Sentralbankens overordnede mål er å fremme økonomisk stabilitet i landet. Det er kjernen i vårt samfunnsoppdrag. Lav og stabil inflasjon er en nødvendig forutsetning for økonomisk stabilitet. Andre viktige betingelser er stabilitet i det finansielle systemet og et effektivt og sikkert betalingssystem. Bankenes oppgjørssystem, selve kjernen i betalingssystemet, driftes fra sentralbanken.

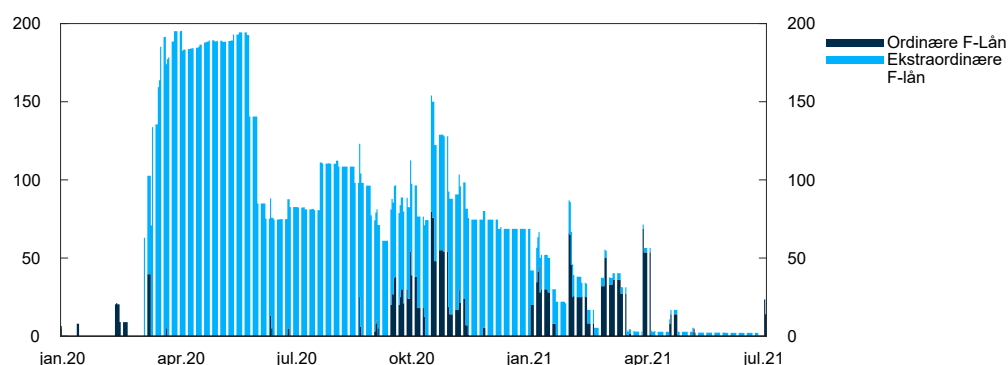
Norges Bank er bankenes bank. Det er til oss de kan henvende seg i siste instans når andre lånekanaler tørker inn. Norges Bank overvåker også løpende det finansielle systemet. Når større forstyrrelser treffer økonomien, skifter arbeidshverdagen vår brått. Sentralbanken får da en nøkkelrolle i å stabilisere markedene.

Kilden til forstyrrelser varierer. På 1920-tallet var problemet insolvente banker. Under finanskrisen i 2008 stod vi overfor en altomfattende krise i det internasjonale finansielle systemet. Fastfrosne kapitalmarkeder truet selv solide banker. På et tidlig stadium var det frykt for at også pandemien som traff oss i 2020, skulle utløse en finanskrisen. Tre ulike situasjoner, men med en felles rettesnor for sentralbanken: Det finansielle systemet måtte beskyttes.

I starten av koronapandemien var det lite tilgang på likviditet i markedet, og prisen på den som var tilgjengelig, uforholdsmessig høy. Norges Bank trådte til med utvidet likviditetsstøtte, se figur 2. Formålet var å bidra til velfungerende markeder og sikre at kuttene i styringsrenten fikk gjennomslag i rentene til privatpersoner og bedrifter.

**Figur 2 Utvidet likviditetsstøtte under pandemien**

F-lån. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Tiltakene som ble iverksatt, bygger på noen viktige prinsipper:<sup>3</sup>

For det første skal risikoen i minst mulig grad flyttes over på sentralbanken. Er ordningene for gunstige, risikerer vi å undergrave bankenes egen motivasjon for å føre en forsvarlig kreditt- og likviditetspolitikk. De som tar risiko, må også være forberedt på å bære tap.

For det andre skal lån kun gis til banker som er solide. Sentralbanken skal ikke bidra til å rekapitalisere banker. Igjen ligger det et viktig prinsipp til grunn. Skal det tas risiko med fellesskapets midler, er det statens penger som skal benyttes. Og beslutningen skal tas av de folkevalgte.

For det tredje – omfanget og varigheten av tiltakene rettet inn mot finansmarkedene bør begrenses. Tiltak som tar stor plass og blir opprettholdt lenge, svekker de ordinære markedsmekanismene.

I tråd med dette siste prinsippet er de særskilte tiltakene Norges Bank iverksatte overfor finansmarkedene under pandemien, nå avviklet.

## HOVEDMÅLET I PENGEPOLITIKKEN ER LAV OG STABIL INFLASJON

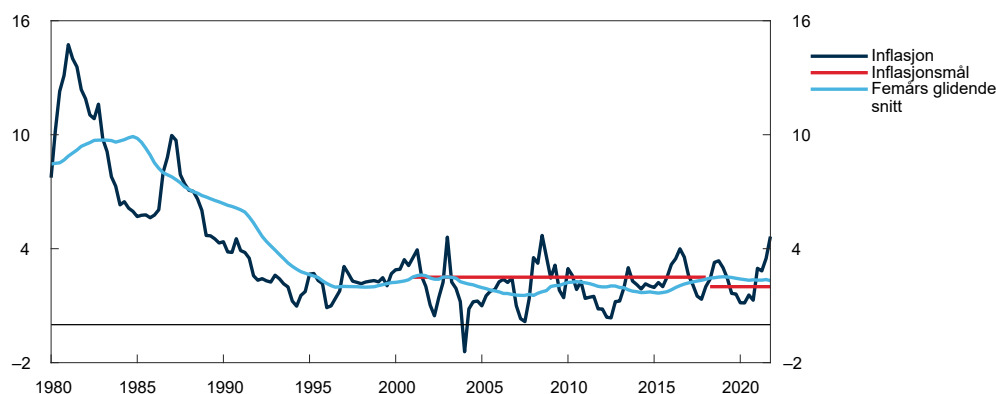
Lav og stabil inflasjon er et hovedmål for Norges Bank. Vedvarende høy inflasjon er kostbart for samfunnet. Det fører til usikkerhet om pengenes verdi og gjør det vanskelig å planlegge. Samtidig er det en fordel med en viss prisstigning, fordi det bidrar til fleksibilitet i økonomien.

På Ryggs tid var kronens tilknytning til gull, ankeret. I dag sikter vi mot at den årlige økningen i konsumprisene holder seg nær 2 prosent over tid, se figur 3. Men vi er ikke enøyd opptatt av inflasjonsmålet. Så lenge det er tillit til at inflasjonen vil være lav og stabil over tid, har svingninger i inflasjonen rundt målet små samfunnsøkonomiske kostnader.

3 Norges Bank (2021) "Norges Banks likviditetspolitikk: Prinsipper og utforming". *Norges Bank Memo 2/2021*.

**Figur 3 Lav og stabil inflasjon er et hovedmål**

Konsumprisindeksen. Tolv månedersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Inflasjonsstyringen er fleksibel.<sup>4</sup> Pengepolitikken skal også bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting og til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Høy sysselsetting er bra for verdiskapingen, for å kunne finansiere velferdsordninger og for den enkeltes økonomi og livssituasjon. Finansielle ubalanser kan føre til kraftige tilbakeslag i økonomien. Derfor vil vi, særlig i situasjoner med svært lav rente, også ta hensyn til faren for at ubalanser bygger seg opp i kreditt- og boligmarkedet. Pengepolitikken kan likevel ikke ta hovedansvaret for å sikre finansiell stabilitet. Dette må ivaretas gjennom regulering og tilsyn med finansinstitusjoner.

## PENGEPOLITIKKEN KAN BIDRA TIL AT FLERE KOMMER I ARBEID

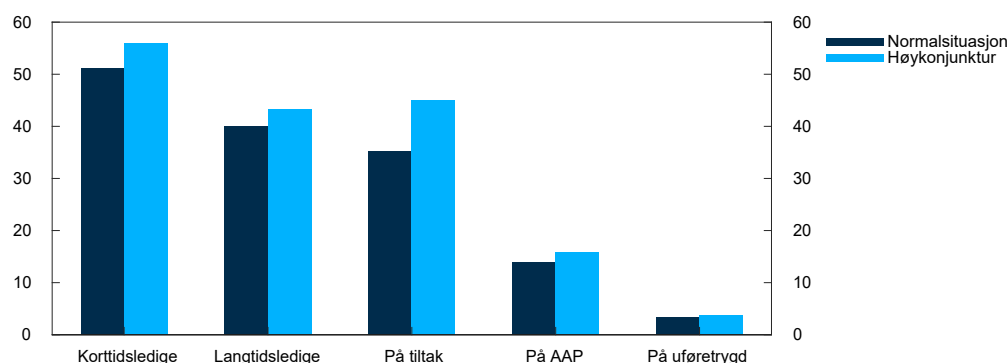
Inflasjonsmålet er symmetrisk. Vi søker å unngå både for lav inflasjon og for høy inflasjon. Målet om høy og stabil sysselsetting er derimot asymmetrisk – jo flere i jobb, jo bedre. At arbeidsledigheten går lettere opp enn ned, tilsier at vi bør reagere raskt med rentekutt når aktiviteten bremser brått.

Av samme grunn bør vi være tålmodige med å heve renten slik at vi ikke bremser en oppgang for tidlig. Figur 4 viser sannsynligheten for å være i jobb ett år etter at man er registrert som ikke-sysselsatt – enten man er arbeidsledig, på arbeidsmarkedstiltak, på arbeidsavklaringspenger eller ufør.

4 Norges Bank (2022) "Norges Banks håndbok i pengepolitikk". *Norges Bank Memo* 1/2022.

**Figur 4 Flere kommer i arbeid ved høy etterspørsel**

Andel som går over i arbeid fra ulike statuser utenfor arbeidslivet. Prosent



Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank  
 Personer 20–60 år. Gjennomsnitt for årene 1996–2017. Måletidspunkt 4. kvartal.  
 Langtidsledige: Personer som var ledige også i de to foregående kvartalene

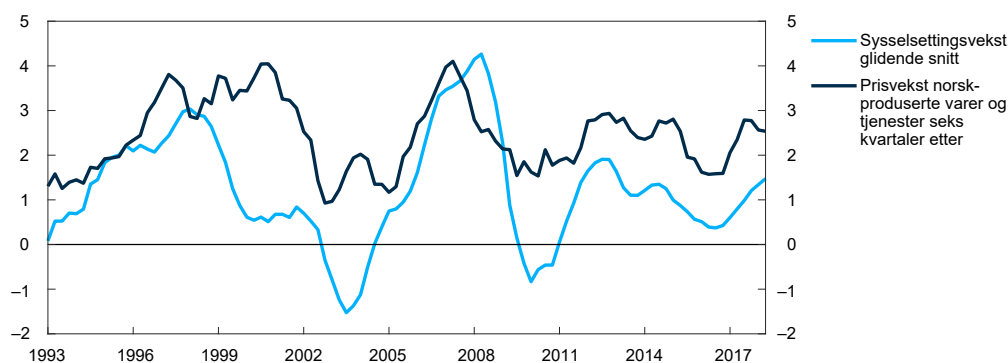
Vi kan merke oss to ting. For det første er sannsynligheten for å komme i arbeid høyere i perioder med stor etterspørsel etter arbeidskraft enn i en normalsituasjon. For det andre gjelder dette også for dem som ikke er registrert som arbeidsledige. Dette kan være personer som har stått i fare for å bli stående på utsiden av arbeidsmarkedet.

Høy og stabil sysselsetting dreier seg derfor ikke utelukkende om lav ledighet, men også om størrelsen på arbeidsstyrken. Vi må unngå at økonomiske nedgangstider setter spor i form av et lavere tilbud av arbeidskraft. Ved å holde noe igjen på renteøkninger, slik at etterspørselen etter arbeidskraft øker, kan sentralbanken bidra til at flere kommer i arbeid.

Men øker sysselsettingen mye og raskt, har lønnsveksten en tendens til å ta seg opp. Da følger gjerne inflasjonen etter. Som det fremgår av figur 5, har vi tidligere erfart at prisveksten på innenlandsk produserte varer og tjenester øker i etterkant av en kraftig oppgang i sysselsettingen.

**Figur 5 Hvis sysselsettingen øker raskt, følger gjerne inflasjonen etter**

Firekvartalersvekst. Prosent



Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

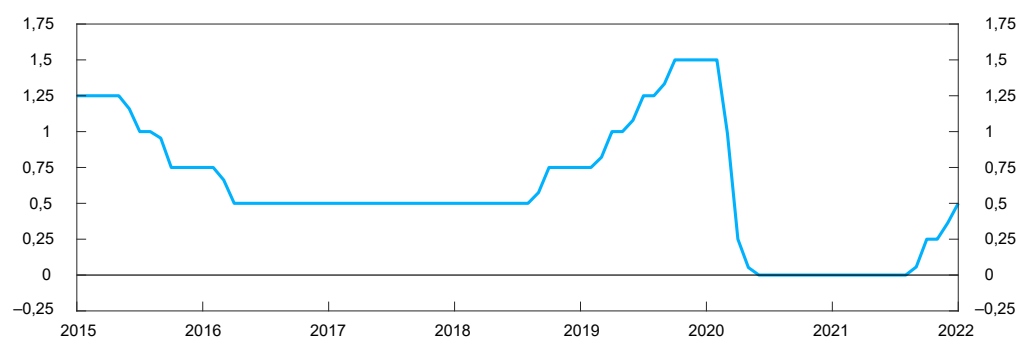
Pengepolitikkenes rolle er å bidra til høyest mulig sysselsetting, men uten at inflasjonen skyter fart. Pengepolitikken kan ikke ta hovedansvaret for sysselsettingen. Innretningen av utdanningssystemet, trygdeordningene og arbeidsmarkedspolitikken er avgjørende for hvor mange som får innpass på arbeidsmarkedet. Øker tilbudet av arbeidskraft, vil det i neste runde være større rom for å øke sysselsettingen uten at prisveksten tiltar.

## ARBEIDSMARKEDET BEDRET SEG RASKT

Pengepolitikken er et førstelinjeforsvar i konjunkturstyringen. Økonomiske tilbakeslag møtes med rentekutt, se figur 6. Men hvis økonomien treffes av store sjokk, må andre deler av den økonomiske politikken ta en sentral rolle. Da koronapandemien rammet det norske samfunnet, kuttet vi styringsrenten til null. Samtidig satte politiske myndigheter inn finanspolitiske tiltak i et omfang uten sidestykke i moderne norsk historie. Målet var å dempe tilbakeslaget og sikre inntektene til husholdninger og bedrifter.

**Figur 6 Økonomiske tilbakeslag møtes med rentekutt**

Norges Banks styringsrente. Prosent



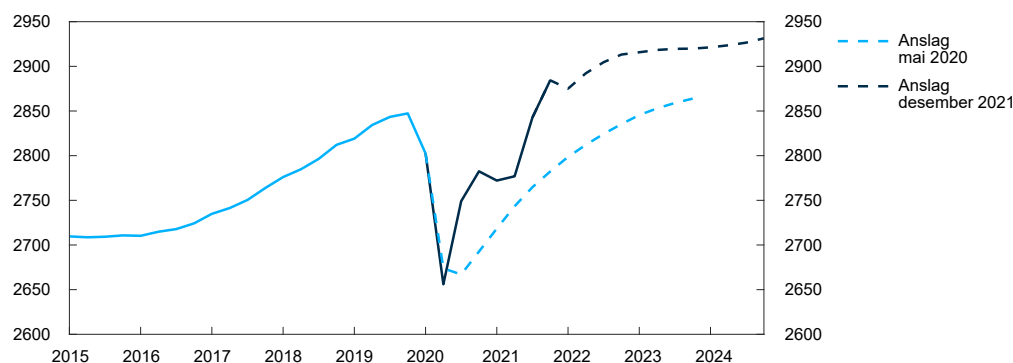
Kilde: Norges Bank

Mottiltakene kunne likevel ikke forhindre at et stort antall arbeidstakere brått sto uten arbeid. Faren for at pandemien ville sette varige spor i arbeidsmarkedet, var en viktig grunn til at vi holdt styringsrenten i ro på et historisk lavt nivå i mer enn et år.

Når vi nå kan se årene 2020 og 2021 i bakspeilet, kan vi slå fast at sysselsettingen her hjemme tok seg raskere opp enn ventet, se figur 7. Høsten 2021 passerte antall sysselsatte nivået fra før pandemien. Det var ikke lenger behov for en like ekspansiv pengepolitikk. Renten er nå hevet to ganger, og vi har signalisert at den skal videre opp.

**Figur 7 Aktiviteten tok seg raskere opp enn ventet**

Antall sysselsatte uten permitterte. I tusen



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

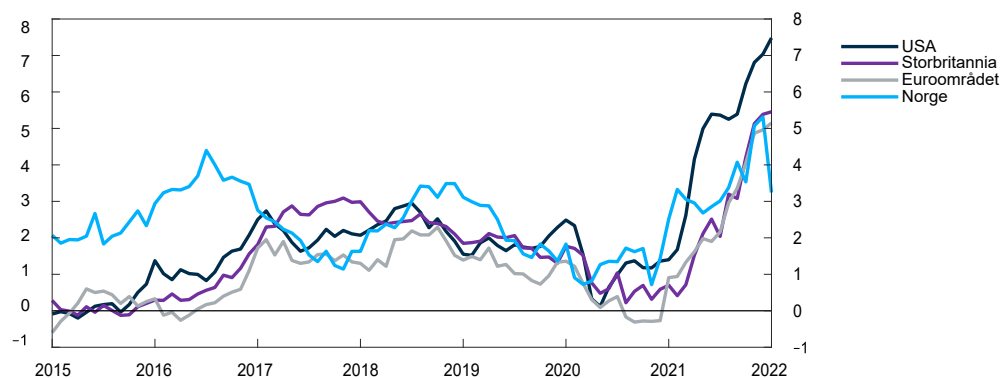
## INFLASJONEN ØKER

To år etter at pandemien brøt ut, kan vi konstatere at aktiviteten i norsk økonomi har hentet seg godt inn igjen. Det samme ser vi i mange land rundt oss.

Men noe kan være i ferd med å skifte. Etter flere år med lav prisvekst har vi igjen sett høye inflasjonstall både i Norge og hos våre handelspartnere, se figur 8. Her hjemme er økningen særlig drevet av uvanlig høye priser på elektrisitet gjennom vinteren. Både husholdninger og foretak har mottatt høye strømregninger. Mye av oppgangen er trolig midlertidig. Men vinterens høye strømpriser kan være et tidlig varsel. Det grønne skiftet gjør at vi fremover trolig vil se høyere og mer variable energipriser enn vi har vært vant med.

**Figur 8 Høy inflasjon i mange land**

Konsumpriser. Tolvmånedersvekst. Prosent



Kilder: Refinitiv Datastream og Statistisk sentralbyrå

Prisoppgangen ute er ikke begrenset til strømpriser. Bakgrunnsteppet er dels høy etterspørsel, stimulert av en svært ekspansiv økonomisk politikk. Samtidig begrenses produksjonen av en rekke varer av forsinkelser i globale forsyningskjeder. Prisene på frakt og råvarer har skutt i været, og økte kostnader veltes over i andre priser. I flere land har også arbeidsmarkedene strammet seg til. I USA ser vi at lønnsveksten øker etter mange år med svak lønnsutvikling for amerikanske arbeidstakere.



Internasjonalt har dermed bekymringen økt for om inflasjonen vil holde seg høy, og flere sentralbanker har fremskyndet tilstramminger i pengepolitikken.

NORGES BANK

ØKONOMISKE  
PERSPEKTIVER  
17. FEBRUAR 2022

Jo lenger situasjonen med manglende samsvar mellom tilbud og etterspørsel varer, jo større er risikoen for at inflasjonen skyter fart. Med færre smittevernrestriksjoner vil noe av etterspørselen trolig vris tilbake fra varer til tjenester. Det kan dempe presset i varemarkedene. På den annen side har husholdningene mye oppsparte midler, som kan frigjøres til økt forbruk når samfunnet åpner opp igjen.

I gjennomføringen av pengepolitikken skal sentralbanker se gjennom midlertidige endringer i inflasjonen. Økning i enkeltpriser, slik vi i det siste har erfart med strømprisene, gjenspeiler en knapphet som pengepolitikken verken kan eller bør forsøke å motvirke. I Norge er det også tradisjon for at partene i arbeidslivet i stor grad ser gjennom uventede svingninger i priser og kostnader. Det er først hvis brede grupper, både prissettere og lønnstakere, krever kompensasjon for økte kostnader, at inflasjonen kan skyte fart. Skjer dette, er det sentralbankens oppgave å stramme inn pengepolitikken.

Oppgangen i inflasjonen kommer etter flere tiår med lav prisstigning globalt. Økende handel og konkurranse mellom land har vært én viktig forklaring på den svake prisutviklingen. Samtidig har høy vekst i arbeidsstyrken, blant annet på grunn av arbeidsinnvandring, bidratt til å dempe lønnsveksten i mange land.

Disse driverne kan være i ferd med å skifte retning. Allerede før koronakrisen så vi tegn til at globaliseringen bremset. Pandemien kan i tillegg ha forsterket en trend der flere virksomheter ser behov for å sikre egne forsyningslinjer og konsentrere en større del av produksjonskjeden nærmere kundene. Samtidig gjør aldring av befolkningen at tilbudet av arbeidskraft vokser svakere i den vestlige verden.

Perioden der flere land har slitt med for lav inflasjon, ser uansett ut til å være over. Dermed kan sentralbankene stå foran mer krevende avveininger mellom hensynet til inflasjonsmålet og hensynet til å understøtte sysselsettingen.

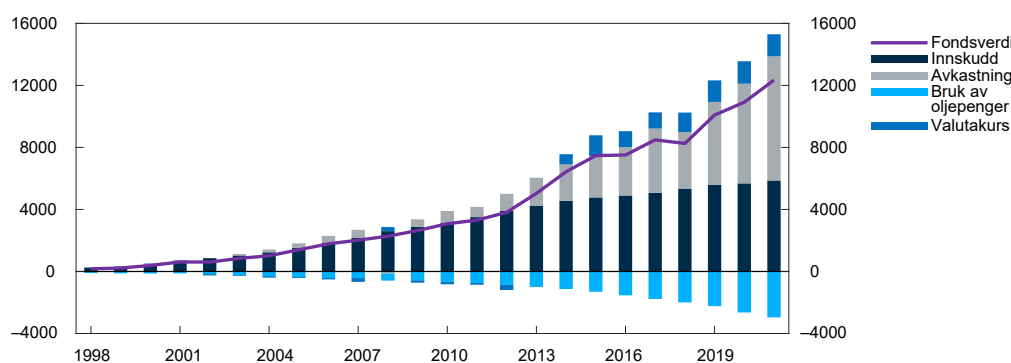
## VI MÅ TA HØYDE FOR SVINGNINGER I FONDSVERDIEN

Ved siden av oppgaven som sentralbank har Norges Bank et annet viktig samfunnsoppdrag, nemlig forvaltningen av landets finansformue, Statens pensjonsfond utland.

Siden det første innskuddet i mai 1996 har fondet vokst seg større enn noen hadde sett for seg, se figur 9. Og investeringene har gitt god avkastning. Summert over hele perioden har vi nå tjent mer på plasseringene ute enn vi har satt inn i fondet. Pengene er mer enn doblet.

**Figur 9 Pengene er mer enn doblet**

Statens pensjonsfond utland. Milliarder kroner

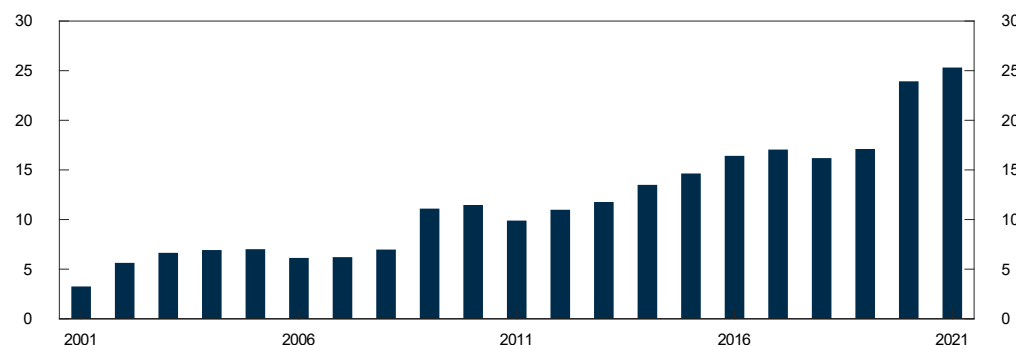


Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Handlingsregelen for finanspolitikken knytter statens bruk av oljepenger til fondsverdien. Etter hvert som fondet har økt kraftig i verdi, har bruken av oljepenger over statsbudsjettet fulgt etter, se figur 10. I årene før pandemien ble hver sjetten krone dekket av fondet.

**Figur 10 Fondet finansierer en stor del av offentlige utgifter**

Strukturelt oljekorrigert underskudd i prosent av offentlige utgifter



Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Sterke offentlige finanser innebærer at vi som nasjon er heldig stilt. Men den store statlige formuen medfører også noen utfordringer som må håndteres.

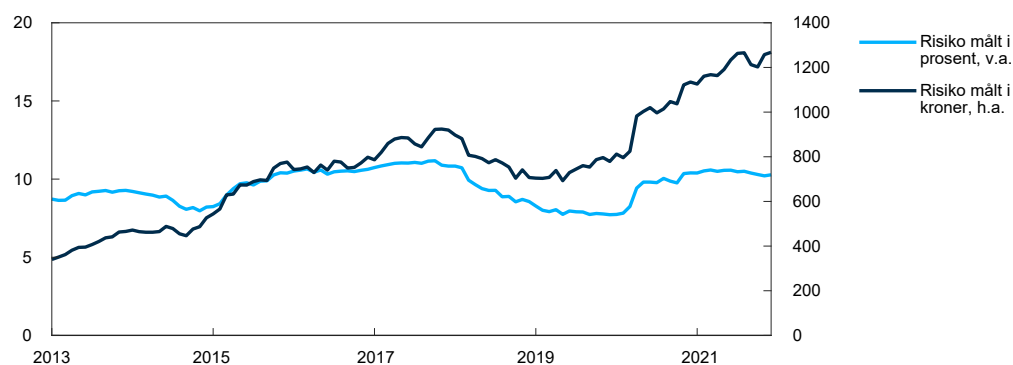
Mer enn femti år som oljenasjon har lært oss en viktig ting. Oljeprisen svinger. I så måte var fondsmekanismen og handlingsregelen viktige grep. Vi har lyktes i å skjerme offentlige budsjetter fra store svingninger i oljeinntekter.

I dag er en stor del av olje- og gassformuen flyttet over til plasseringer i globale verdipapirmarkeder. Risikoen som oljeprisen tidligere utgjorde for nasjonalformuen, er erstattet av svingninger i finansmarkedene.

I figur 11 har vi satt tall på det som kan regnes som normale svingninger i fondsverdien, som et mål på den risikoen vi står overfor. Beregningen viser at vi kan forvente at fondsavkastningen vil variere innenfor et intervall på pluss/minus 10 prosent, noe som med dagens fondsverdi tilsvarer omtrent 1 200 milliarder kroner. Men ikke helt sjeldent – anslagsvis hvert sjette år – må vi regne med å tape mer enn dette.

### Figur 11 Vi kan ikke skjerme oss for svingninger

Statens pensjonsfond utland. Forventet absolutt volatilitet. Prosent og milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Vi kan ikke skjerme oss for slike utslag. Svingninger er så å si normaltilstanden for aksje- og andre verdipapirmarkeder. Vi har heller ingen garanti for at markedene snur raskt og kapitalen bygges opp igjen i påfølgende år etter et fall. Fondet er plassert i mange aktiva, i mange land, og i et stort antall selskaper. Vi får derfor ta del i de brede oppturene. Men vi blir også med på nedturene.

Vissheten om at verdien av fondet vil svinge, har viktige konsekvenser for innretningen av finanspolitikken. Over tid legger handlingsregelen for bruk av oljepenger opp til at vi i gjennomsnitt skal bruke fondets forventede realavkastning. Så lenge fondet vokser, er det fristende å bli med oppover. Det er ikke like lett å følge med ned når avkastningen er negativ. Ved større utslag er det heller ikke fornuftig.

Handlingsregelen har fortsatt en rolle å spille som en langsiktig rettesnor i budsjettpolitikken. Den understøtter ideen om oljefondet som et generasjonsfond. Men fremfor å sikte mot 3-prosentbanen, gjør vi klokt i å legge bruken av oljepenger under forventet realavkastning. I motsatt fall risikerer vi at vi jevnlig må spise av fondskapitalen.

Ser vi lengre frem, vil utviklingen i globale finansmarkeder bety mye for fondet. I det siste har økt inflasjon og signaler om at rentene skal opp raskere enn hva som har vært priset inn i markedet, skapt uro blant investorer. Den lange oppgangen i aksjemarkedet kan være i ferd med bremse opp. Høyere renter vil også, i en overgangsperiode, senke verdien av fondets obligasjonsportefølje.

Fremover vil utviklingen også kunne bli preget av demografiske endringer, spenninger mellom land og en mindre integrert verdenshandel. Vi står i tillegg foran en nødvendig omstilling til en lavutslippsøkonomi.

Det som skjer ute, vil uansett sette spor i fondet. I utgangspunktet er ingen plasseringer helt sikre, det gir også historien eksempler på.

I 1904 satte norske myndigheter penger til side på bok. Statens Reservefond skulle kun anvendes «i overordentlige tilfælde eller i nødens stund», het det. Da fondet ble avvirket i 1925, var fondet i realiteten nesten tomt. Kreativ bokføring må ta noe av skylden. Men det hjalp heller ikke at midlene var investert i noen få aktiva – i hovedsak britiske, franske og tyske statsobligasjoner – aktiva som ble ansett som de sikreste plasseringene den gangen. Etter første verdenskrig var verdien av statsobligasjoner utstedt av Tyskland og Frankrike nær null, og store deler av verdiene i Reservefondet borte.<sup>5</sup>

Investeringsstrategien bak dagens oljefond er en helt annen. Grunntanken bak strategien er spredning av risiko. Det reduserer faren for at våre plasseringer skal falle betydelig i verdi samtidig. Bak dette ligger også en erkjennelse av at vi ikke kan spå hvordan verden vil utvikle seg.

Vi må være åpne for og forberedt på at det uventede kan skje. Vi har sett hvordan brå hendelser, som den globale finanskrisen og senest koronapandemien, kan føre til fall i fondets verdier. Fremover kan forvaltningsmodellen bli stilt overfor nye utfordringer. Det er nyttig å analysere ulike scenarier for hva som kan skje. Men det er likevel risikabelt å foreta større strategiske valg knyttet til bestemte fremtidsbilder. Bred diversifisering bør fortsatt være en grunnplanke i strategien.

## AVSLUTNING

Nicolai Rygg holdt sin siste årstale mandag 12. februar 1940. Da tradisjonen ble gjenopptatt etter andre verdenskrig, var det med en ny sentralbanksjef. Tidspunktet representerer også et viktig tidsskille i norsk økonomisk politikk.

Idealet om en selvstendig sentralbank med beslutningsmyndighet over egne virkemidler var forlatt. Banken ble først og fremst en utøver av regjeringens beslutninger, og renten tjente andre formål enn lav og stabil inflasjon. Det skulle gå førti år før pendelen på nytt svingte. I 1986 kom ansvaret for renten tilbake til Norges Bank. Oppdraget var å holde valutakursen fast. Igjen var formålet prisstabilitet.

I en verden med frie kapitalbevegelser kom fastkurspolitikken under press utover på 1990-tallet. For Norge var også utviklingen i oljenæringen og sterk vekst i oljeinntektene avgjørende for de nye retningslinjene for den økonomiske politikken som ble vedtatt i 2001: Vi fikk handlingsregelen for finanspolitikken og et inflasjonsmål for pengepolitikken.

Dette systemet har tjent oss vel gjennom mer enn 20 år, i en periode der økonomien også har vært utsatt for sterke forstyrrelser. Men det har vært læring underveis. Én lærdom er at en strengt regelstyrt økonomisk politikk ikke er formålstjenlig. For rentesettingen betyr dette at gjennomføringen av pengepolitikken må være fleksibel og avveie utsiktene for inflasjonen mot utviklingen i produksjon og sysselsetting. Handlingsregelen kan heller ikke lenger brukes som en streng retningslinje for budsjettpolitikken fra det ene året til det andre.

5 Hylland, A. (2005) «Statens reservefond 1904–1925. Et forsøk på å binde politisk handlefrihet?» *Penger og kreditt* 3/05. Norges Bank.

Norges Bank har stått overfor ulike utfordringer i sin 206 år lange historie. Mye er forskjellig fra Nicolai Ryggs tid. Men konjunktorene vil fortsatt skifte, og vi må være forberedt på nye, uanmeldte kriser. Sentralbankens hovedoppgaver forblir de samme: å bidra til økonomisk stabilitet og sørge for tillit til pengevesenet.

NORGES BANK

**ØKONOMISKE  
PERSPEKTIVER**  
17. FEBRUAR 2022

Takk til dere som har lyttet til meg i *min tid* i Norges Bank.

Sentralbanksjefer kommer og går. Men sentralbanken består.

Alltid. Uansett.