



Økonomiske perspektiver 2025

Taler

Ida Wolden Bache

Dato

13 februar 2025

Sted

Oslo

Omstendigheter

Sentralbanksjefens årstale

1 «Noen av de rikeste landene i verden er små. De er også utadvendte.»

5

Slik starter det første kapittelet i Victor Normans lærebok om en liten, åpen økonomi. Beskrivelsen passer godt om landet vårt. Åpenhet og handel har vært helt avgjørende for vår velstand.

10

Victor Norman gikk bort i fjor, og med det mistet Norge en toneangivende forsker og en fremragende formidler. Første opplag av Normans bok kom ut i

15 1983. Sitatet jeg nettopp refererte, er fra den utvidede utgaven som kom ti år senere. Det er mer enn 30 år siden, men boken bærer sin alder godt. Innsikten den formidler, er minst like relevant i dag.

20

Rammene for global handel og samarbeid er satt i spill. Det er krig i Europa, og i flere land ser myndighetene behov for å ruste opp. Slik verden ser ut nå, må hensynet til nasjonal sikkerhet og beredskap vektlegges.

25

30 Men gevinstene fra handel med utlandet er der like fullt, særlig for en liten økonomi som vår. Norman peker på at små land ofte har et ensidig ressursgrunnlag, siden de gjerne dekker en liten del av jordskorpen. I Norge har vi for eksempel rikelig med energiressurser, men har mindre av dyrkbare arealer for matproduksjon, og vekstsesongen er kort. Norman påpeker i sin lærebok at
35 dersom vi lukket oss inne, ville et slikt ressursgrunnlag tilsi at vi satt sultne i alt for varme boliger. Handel med andre land gjør at vi kan frikoble det vi konsumerer fra det vi produserer. Små land har også små markeder, som gjør at en del ting blir dyre å produsere selv. Internasjonal handel gjør markedene større. Vi kan selge aluminium og kjøpe fly.

40

Men som Norman skriver: «Det å være åpen er ikke uten problemer. Små land
45 må (nesten definisjonsmessig) ta omverdenen som den er – man har minimale muligheter til å påvirke det som skjer internasjonalt.» Det har vi fått erfare, senest med pandemien og den påfølgende oppgangen i prisveksten globalt.

50

Vi har fem turbulente år bak oss. I pengepolitikken måtte vi navigere i ukjent terreng. Da pandemien brøt ut og samfunnet stengte ned, steg
55 arbeidsledigheten fra to til ti prosent i løpet av et par uker. Usikkerheten var uvanlig stor. For å dempe tilbakeslaget satte vi renten til null.

60

Da forholdene i økonomien igjen var blitt mer normale høsten 2021, begynte vi
65 å heve renten gradvis. Men etter hvert som aktiviteten tok seg opp internasjonalt, tiltok også prisveksten. Frakt- og råvarepriser steg raskt, og

Russlands invasjon av Ukraina forsterket oppgangen. Etter noen måneder skjøt inflasjonen i været også her hjemme. Vi forstod at rentenivået var for lavt og måtte stramme raskere til. Prisveksten viste seg gjentatte ganger å bli høyere enn vi hadde anslått. Rentene i landene rundt oss økte raskt, og kursen på norske kroner svekket seg. Vi ville ikke bremse økonomien mer enn nødvendig. Hensynet til sysselsettingen veide tungt. Samtidig måtte vi forhindre at prisene fortsatte å stige raskt, med fare for at inflasjonen skulle bite seg fast.

Avveiingene var krevende. Hvor høyt måtte vi sette renten for å motvirke en større kronesvekkelse og ytterligere bensin på inflasjonsbålet? Ville det kreve en høyere rente enn høyt belånte norske husholdninger kunne tåle?

I desember 2021 indikerte prognosen vår at styringsrenten ville øke gradvis til en rentetopp på litt under 2 prosent. Fasit tre år senere var en styringsrente på 4,5 prosent.

Internasjonale erfaringer fra 1970- og 80-tallet gav grunn til å frykte at veien til lav inflasjon gikk via høy arbeidsledighet. Det ser det gledelig nok ut til at vi unngår denne gangen. Prisveksten har avtatt og nærmet seg målet vårt på 2 prosent uten at vi har fått en stor oppgang i ledigheten. Andelen av befolkningen som er i jobb, er høyere nå enn i årene før pandemien. Slik er det også hos flere av våre viktigste handelspartnere.

Siden jeg sto her i fjor, har prisveksten internasjonalt avtatt videre. Også her hjemme har inflasjonen falt. I januar var den samlede konsumprisveksten 2,3 prosent. Men at prisveksten nærmer seg målet vårt, betyr ikke at jobben er gjort.

Heller ikke om den i enkeltmåned er skulle bli lavere enn 2 prosent. Vår oppgave er å sørge for at prisveksten over tid holder seg nær 2 prosent. Lønnsveksten er høy, og nye tall viser at den tiltok videre i fjor. Det vil bidra til å holde prisveksten oppe fremover.

110

I mange land er styringsrentene satt ned. Forventningene til styringsrentene fremover svingte mye i fjor. Renteforventningene internasjonalt steg gjennom høsten, og det ventes nå færre rentekutt fra sentralbankene ute fremover enn det gjorde i fjor sommer.

120

De langsiktige rentene internasjonalt er høyere nå enn de var i årene før pandemien. Vi setter styringsrenten ut fra forholdene i norsk økonomi. Men som de siste årene har minnet oss om, kan vi over tid ikke ha et rentenivå som avviker vesentlig fra rentene hos våre handelspartnere.

130

Vi nærmer oss tidspunktet for å lette litt på bremsen, men det er fortsatt behov for en innstrammende pengepolitikk. Og vi må være forberedt på at rentene ikke skal ned igjen til nivåene vi har vært vant til det siste tiåret.

135

Jobben med å få inflasjonen ned er ikke fullført. Jeg vil likevel bruke anledningen i dag til å stoppe litt opp og spørre hva vi kan lære av erfaringene fra de siste fem årene.

140

Et spørsmål både vi og andre sentralbanker har stilt oss, er om vi burde ha forutsett at inflasjonen ville skyte fart etter pandemien.

150

155

Sett i ettertid var nok både modellene våre og vurderingene vi gjorde, litt for preget av de mange årene med lav inflasjon vi hadde bak oss. Vi undervurderte hvor sterke inflasjonsimpulser som ville oppstå i samspillet mellom de pandemirelaterte forstyrrelsene på tilbudssiden av økonomien og den svært ekspansive økonomiske politikken som ble ført både i Norge og en rekke andre land.

165

Samtidig er det viktig, også i ettertid, å minne om den store usikkerheten som rådet. Historien har vist at kraftige tilbakeslag i økonomien kan sette varige spor i arbeidsmarkedet, og vi la vekt på faren for at arbeidsledigheten skulle feste seg på et høyt nivå. Da vi høsten 2021 begynte å heve renten gradvis, var pandemien fortsatt ikke slått tilbake. Og prognosene våre tok naturlig nok ikke høyde for Russlands invasjon av Ukraina.

175

Så hva har vi lært? Vi har lært at vi trenger data og modeller som i større grad fanger opp brå skift i økonomien, og at vi må vie mer plass i analysene våre til internasjonale impulser – også fra tilbudssiden. Og så må vi i pengepolitikken evne å snu oss raskt når utsiktene endrer seg. Det innebærer å fortsatt være forsiktige med å binde oss til masten ved å gi løfter om styringsrenten fremover eller gjennom andre tiltak som er vanskelige å reversere. Ekstreme situasjoner kan kreve kraftfulle tiltak, men en god tiltaksplan må også beskrive hvordan

180

185 tiltakene skal avvikles.[4] Det er en lærdom også for andre deler av den økonomiske politikken.

190

Prisveksten økte mer enn vi ventet i kjølvannet av pandemien, men den har også
195 kommet raskere ned enn vi så for oss. Samtidig har arbeidsledigheten steget mindre enn ventet.

200

Kostnadene ved å få inflasjonen ned ser altså ut til å bli mindre enn i tidligere perioder med høy inflasjon. Hvorfor er det slik? En del av forklaringen er knyttet til de særegne forstyrrelsene som traff oss denne gangen. Da pandemien kom under kontroll, kunne folk vende tilbake til jobb. At en del av
205 tjenesteproduksjonen kom i gang igjen, bidro også til å lette presset på vareproduksjonen. En synkronisert innstramming i pengepolitikken globalt trakk i samme retning. Flaskehalsene i økonomien løste seg gradvis opp, slik at prisveksten kunne avta uten store utslag i aktiviteten.

210

Vi kommer neppe til å treffes av akkurat de samme forstyrrelsene igjen. Men det vi kan ta med oss, er verdien av et godt samspill i den økonomiske politikken. Vi
215 har en koordinert lønnsdannelse der partene legger vekt på sysselsettingen. Norges Bank har et klart ansvar for å sikre prisstabilitet. Og i finanspolitikken kan politiske myndigheter legge til grunn et kjent handlingsmønster fra Norges Bank. Samspillet i den økonomiske politikken hindrer at vi får selvforsterkende lønns- prisspiraler slik som på 1970- og 80-tallet. Vi tar også med oss verdien av
220 at inflasjonsforventningene er forankret. At det var tillit til at inflasjonen ville vende tilbake til målet, bidro i seg selv til å motvirke at prisveksten løp løpsk. Så kunne vi likevel ikke ta denne tilliten for gitt. Da det ble utsikter til høyere

inflasjon, måtte vi la ord bli til handling og reagere med renten.

225

Lærdommene fra de siste årene hadde vi med oss da vi i fjor oppdaterte vår
230 pengepolitiske strategi. Ambisjonen har vært å gjøre strategien mer robust. Da vi
startet arbeidet, måtte vi erkjenne at strategien fra 2021 var preget av perioden vi
da hadde bak oss med lav inflasjon og lave renter internasjonalt. I den
oppdaterte strategien beskriver vi også hvordan vi vil innrette pengepolitikken i
møte med globale kostnadssjokk, svekket kronekurs og høy inflasjon.

235

Strategien beskriver hvordan vi vil sette renten for å nå målene for
240 pengepolitikken. Målene er det de politiske myndighetene som har fastsatt.
Siden 2001 har vi styrt etter et inflasjonsmål. Etter en grundig gjennomgang ble
mandatet presisert i 2018 og inflasjonsmålet justert fra 2,5 til 2 prosent. Vi
mener vi har et godt mandat for pengepolitikken i dag. At Stortinget og
regjeringen har holdt fast ved mandatet gjennom perioden vi har bak oss, har
245 vært viktig. For at vi skal lykkes med å få prisveksten helt tilbake til målet, bør
det ikke oppstå tvil om hva som er oppdraget vårt. Som statsministeren hørte
meg i sommer: «ikke kødd med mandatet mitt!»

250

Så mener jeg ikke med det at mandatet aldri skal være gjenstand for evaluering. I
flere andre land gjennomgås mandatet for pengepolitikken regelmessig. I
Canada evaluerer sentralbanken og regjeringen rammeverket hvert femte år.
255 Kanskje kan det være fornuftig også her hjemme med mer regelmessige
gjennomganger av mandatet, slik utvalget ledet av tidligere sentralbanksjef Svein
Gjedrem foreslo i 2017. Regelmessige gjennomganger vil gi anledning til å ta inn
over seg ny innsikt og vil kunne styrke den demokratiske forankringen av
mandatet for pengepolitikken. At slike gjennomganger skjer på tidspunkter som
260 er bestemt på forhånd, bidrar til forutsigbarhet, og til at det ikke oppstår tvil om
sentralbankens uavhengighet i rentesettingen.

265

Selv om arbeidsledigheten holdt seg lav, fikk mange husholdninger dårligere råd da både priser og renter økte raskt. Også lønningene steg mye, men frem til i fjor var lønnsveksten ikke høy nok til å holde tritt med prisveksten.

270

Det var særlig i 2023 at kostnadene økte mye. Når vi studerer tall for
275 husholdninger i ulike inntektsgrupper,[8] ser vi at mange fikk dårligere råd det året. Men ikke alle. Tallene viser at kjøpekraften økte for de fleste husholdningene i den nederste delen av inntektsfordelingen. En av forklaringene er trolig at flere kom i jobb, men også andre forhold bidro – som at minstepensjonene ble hevet. De som fikk mindre å rutte med i 2023, hadde
280 gjennomgående høy rentebelastning. Denne gruppen omfatter husholdninger med høy inntekt og store lån, men også unge med startlønn og nykjøpt bolig.

285

I fjor snudde utviklingen. Lønningene økte klart mer enn prisene, slik at reallønnen kom tilbake til nivået i 2021. Vi venter at lønningene vil stige mer enn prisene også i årene fremover, og at de fleste vil få bedre råd.

290

I perioden bak oss var det ikke økte lønninger som utløste prisveksten. Likevel måtte vi reagere med å heve renten. Hvis ikke kunne prisene fortsatt å stige
295 raskt, blant annet fordi kronen kunne svekket seg mye. Slike situasjoner kan oppstå igjen.

300

En full handelskrig der alle land hever sine tollsatser parallelt, kan virke som et globalt kostnadssjokk og gi lavere økonomisk aktivitet og høyere prisvekst.

305

Men det er fortsatt usikkerhet om hvordan det nye handelsregimet vil se ut. I USA har presidenten hevet tollsatsene på kinesiske varer og varslet økt toll også mot andre land. Flere land har signalisert at de vil svare med å heve egne tollsatser. Økte handelshindringer kan dempe den økonomiske aktiviteten internasjonalt. Samtidig kan økte tollsatser gi økte priser i landene som innfører toll, og gjennom internasjonale verdikjeder kan det smitte over til andre land. På den annen side kan lavere økonomisk aktivitet dempe prisveksten. Det er også mulig at varer som pålegges toll i ett marked, kan bli solgt billig i andre.

Økte handelshindringer vil påvirke norsk økonomi både direkte og indirekte. Norges eksport til USA er relativt begrenset. Men i visse næringer, som for eksempel produksjon av flydeler, anleggsmaskiner og møbler, er det bedrifter som selger mye til USA. Norske bedrifter som selger innsatsvarer til andre lands eksport til USA, kan også bli rammet. For Norge kan likevel virkningene via andre handelspartnere bli viktigere. EU tar imot nærmere 70 prosent av vår vareeksport. Hvordan EU-landene rammes og hvordan de eventuelt vil svare, kan få stor betydning for norsk eksport.

330

En omfattende handelskonflikt kan ramme global økonomi hardt. Enn så lenge er det usikkert hvordan et endret handelsregime vil påvirke prisutsiktene, og dermed renteutsiktene, her hjemme. Med en fleksibel inflasjonsstyring, der vi legger stor vekt på sysselsettingen, er vi godt rustet til å håndtere det som måtte komme.

Også kronekursen vil kunne påvirkes av endringer i handelsregimet. Svekkelsen av kronen de siste årene har fått mye oppmerksomhet. Mange har kjent på at den høye kjøpekraften vi nordmenn lenge hadde i utlandet, ikke er like høy
345 lenger. Man kan av og til få inntrykk av at hele nasjonens selvfølelse svinger i takt med kronekursen. Victor Norman er innom dette i boken sin. Han viser til 1982, da norske kroner ble mer verdt enn svenske, og norske medier omtalte det som at vi endelig fikk revansje for alle fotballnederlagene på Råsunda.

350

Kronekursen er prisen på andre lands penger målt i våre penger. Den påvirkes av et mylder av beslutninger, tatt av aktører over hele verden. Noen handler valuta
355 for å gjøre opp handel med varer eller tjenester, andre for å investere og tjene penger. Endringer i kronekursen kan være vanskelige å forklare, og gjenspeiler ikke alltid makroøkonomiske forhold. Samtidig er valutakursen kanskje den viktigste relative prisen for en liten åpen økonomi.

360

De valutakursene vi kan lese av i markedet gir ikke hele bildet av hvor sterk eller svak kursen er. For å få et uttrykk for hva varer og tjenester koster på tvers av
365 land, må vi se valutakursen sammen med prisnivåene i landene vi sammenlikner. Dersom vi ser på konsumprisene hjemme og ute i felles valuta, er kronen nå svakere mot våre viktigste handelspartnere enn den har vært de siste 30 årene. Hvis vi derimot legger et bredere mål til grunn, som prisene på all verdiskaping i Norge relativt til ute, er den reelle kronekursen litt sterkere nå enn den var for
370 30 år siden. Forskjellen gjenspeiler at sammenliknet med utlandet har prisene på det vi produserer her hjemme, økt langt mer enn prisene på det vi konsumerer.

375

Utviklingstrekk som påvirker Norge og utlandet ulikt, kan gjøre at relative priser må endre seg. I Normans bok er eksempelet at Norge får en valutagave fra utlandet i form av oljeinntekter. Gaven tillater oss å bruke arbeidskraft som vi

380 ellers måtte ha brukt til å smelte aluminium, til å pleie gamle og syke.
Tilpasningen skjer ved at prisene på produkter vi handler med utlandet, faller
relativt til prisene på det vi må produsere selv. Styrkingen av kronen gjennom
deler av 2000-tallet bidro til en slik utvikling, sammen med høyere lønnsvekst i
Norge enn ute.

385

Hvis derimot prisene på råvarene vi selger til utlandet faller, eller
390 produktiviteten i vår industri sakker akterut, svekkes vår evne til å finansiere
import. Hvis det skal motvirkes, må kostnadsnivået i norske bedrifter falle
relativt til ute. En svekkelse av kronekursen bidrar til at det skjer. Hvis kursen
reagerer lite, må mer av tilpasningen til et lavere kostnadsnivå skje gjennom
lavere lønnsvekst enn i utlandet, og kanskje økt arbeidsledighet. Endringen som
395 *forårsaker* at kronen svekker seg, kan være uønsket. Men når endringen først har
skjedd, kan svekkelsen være en fordel fordi den letter tilpasningen til en ny
økonomisk realitet. De økonomiske realitetene kan vi ikke unnslippe, heller ikke
om vi hadde hatt en fast valutakurs.

400

405

Selv om økonomien vår er liten, er finansformuen vår stor. I desember i fjor
passerte verdien på Statens pensjonsfond utland for første gang 20 000
milliarder norske kroner. I løpet av de siste fem årene har fondsverdien doblet
seg. Det er lett å tenke at fondet – som en kork – flyter opp uansett hva vi
410 utsettes for. Men det kan vi ikke ta for gitt.

415 Økningen i fondsverdien vi har sett de siste årene, har vært ekstraordinær. For
det første er det kun når vi måler verdien i norske kroner at vi kan snakke om en
dobling. Det som har betydning for kjøpekraften til fondet, er verdien i

utenlandsk valuta. For det andre har overføringene til fondet vært særlig høye
420 som følge av en sterk oppgang i prisen på naturgass – i stor grad forårsaket av
Russlands krig mot Ukraina. En slik kilde til oppgang i fondsverdien må vi håpe
og tro at vi slipper å se igjen.

425

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 18 prosent i fjor, løftet av høy
avkastning på teknologiaksjer. Fremveksten av ny teknologi og kunstig
intelligens har bidratt til at de 10 største børsnoterte selskapene i verden nå
430 utgjør nesten 20 prosent av fondets referanseindeks for aksjer. Eiendelene våre i
noen av de største amerikanske teknologiselskapene er verdt mer enn alle våre
aksjeinvesteringer i Frankrike eller Tyskland. Et kraftig verdifall i bare ett av
disse selskapene kan påføre fondet store tap.

435

Så selv om mange har sagt det før, sier jeg det igjen: Vi må være forberedt på at
fondet kan falle mye i verdi, og vi må være forberedt på at store fall ikke alltid
440 blir etterfulgt av rask oppgang. Fondet finansierer i dag mer enn hver femte
krone på statsbudsjettet, og et stort fall i finansformuen vår vil få store
konsekvenser for handlingsrommet i finanspolitikken.

445

I en mer konfliktfylt verden kan grensene mellom økonomi og politikk viskes
ut. Det var et tema i talen min i fjor, og har dessverre ikke blitt en mindre aktuell
problemstilling siden da. Vi kan ikke ta for gitt at omverdenen vil skille skarpt
450 mellom norsk utenrikspolitikk og fondet som finansiell investor. Norges Banks
svar som forvalter av fondet, er å holde fast ved mandatet politiske myndigheter
har gitt oss. Forvaltningen av fondet har ett mål, og det er å skape høyest mulig
avkastning til akseptabel risiko. God avkastning over tid er avhengig av en
bærekraftig utvikling. Håndtering av klimarisiko og utnyttelse av mulighetene
455 klimaovergangen gir, er og vil være en integrert del av forvaltningen.

460

Fondet har siden 2004 vært underlagt retningslinjer som skal hindre at fondet er investert i selskaper som bryter med grunnleggende etiske normer. Før Etikkrådet gir et råd om utelukkelse, gjør rådet en grundig vurdering av om selskapet har medvirket til normbrudd. Verdien av en slik grundighet blir ikke mindre i en mer urolig verden. Grundighet er også helt nødvendig dersom de etiske retningslinjene skal endres. Tilliten til rammeverket kan svekkes dersom retningslinjene endres ofte. Samtidig må vi være åpne for at vurderingen av hva som er etisk forsvarlig, endrer seg når verden igjen blir preget av militær opprustning og økte spenninger mellom land.

470

475 La meg avslutte. Vi har fem turbulente år bak oss. Trolig har vi mer turbulens i vente. De store overskriftene vies krig, handelskonflikter og politiske spenninger i og mellom land. I mange land har ikke gevinstene av handel kommet hele befolkningen til gode. I bakgrunnen skjer det andre, mer langsomme endringer: Global oppvarming, en befolkning som blir stadig eldre, og stater som tynges av stadig høyere gjeld, mot et bakteppe av lav produktivitetsvekst i mange land. Spørsmålet er hvordan vi som en liten, åpen økonomi best kan ruste oss for det som kommer.

485

Jeg er ganske sikker på hva svaret ikke er. Svaret er ikke å lukke oss inne. Norge har mye å tjene på et åpent, regelbasert handelssystem. Vi må samarbeide med andre land og støtte opp om internasjonale institusjoner og avtaler.

490

495 Vi har et godt utgangspunkt for å møte utfordringene som vil komme. Vi har en klar arbeidsdeling i den økonomiske politikken. Arbeidsstyrken er høyt

utdannet, og vi har tradisjon for samarbeid i arbeidslivet og på tvers av politiske skillelinjer. At vi har en stor finansformue, gjør det lettere – ikke vanskeligere – å møte utfordringene.

500

Tilliten til rammeverket og institusjonene har vi bygget opp over tid. Det må vi verne om. Det gjelder også sentralbankens uavhengighet i rentesettingen. Siden høsten 2021 har mine kolleger og jeg 14 ganger møtt den politiske ledelsen i Finansdepartementet med et budskap om at vi har besluttet å sette opp renten. Hver gang har de høflig tatt beskjeden til etterretning. Det er ikke en selvfølge i alle andre land.

510

Takk for oppmerksomheten.

515

Kilde

<div>norges-bank.no</div>

Emner

Uro, Årstale, Økonomi

520

URI

<https://www.virksommeord.no/tale/okonomiske-perspektiver-2025>

525

530