

# En verdensøkonomi i endring

Foredrag av sentralbanksjef Øystein Olsen på Vårkonferansen ved Norges Handelshøyskole (NHH) 31. mai 2011.

*Det tas forbehold om endringer under fremføringen. Foredraget inneholder ikke vurderinger av konjunktorene eller den aktuelle rentesettingen.*

Det siste tiåret har endringene i verdensøkonomien skutt fart. De fremvoksende økonomiene har fått en større plass. Det har skapt utfordringer og muligheter, ikke bare i disse landene, men også i de tradisjonelle industrilandene.

Jeg vil i dag rette oppmerksomheten mot tre sentrale makroøkonomiske utviklingstrekk:

- For det første har verdensøkonomien i lengre tid vært preget av store ubalanser i handelen mellom land. Store overskudd i mange fremvoksende økonomier har sitt motstykke i store underskudd i de tradisjonelle industrilandene. Det skaper spenninger.
- For det andre har kapitalmarkedene ikke klart å håndtere den høye sparingen i de fremvoksende økonomiene. Realrentene har lenge vært lave, og nye ubalanser har oppstått. Flere stater sliter nå med høy gjeld.
- For det tredje har veksten i fremvoksende økonomier gitt økt etterspørsel etter energi- og råvarer. Mens prisen på penger har falt, er prisen på energi og råvarer blitt presset opp. Det har forsterket ubalansene for mange land, men vært gunstig for Norge.

Med utgangspunkt i disse utviklingstrekkene vil jeg til slutt si noe om virkningene for veivalg i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland.

## Globale ubalanser

La meg starte med endringen i verdens økonomiske geografi og de gevinstene det har medført. Den sterke økonomiske veksten i Kina, India og flere andre fremvoksende økonomier har bidratt til å løfte flere hundre millioner mennesker ut av fattigdom. Også i Afrika har veksten skutt fart, og antallet svært fattige har falt mye de siste to tiårene [\[1\]](#). Det er fortsettelsen av en langvarig trend. Ifølge tall fra Verdensbanken har andelen mennesker som lever for under 1,25 dollar om dagen, avtatt fra nærmere 43 prosent i 1980 til drøyt 21 prosent i 2005.

*Figur: BNP indeks fra 2000 og 2010*

Den sterke veksten i de fremvoksende økonomiene kan kanskje best illustreres ved å sammenlikne med Vesten. Setter vi BNP til 100 i år 2000, hadde verdiskapingen frem til i fjor vokst til 112 i euroområdet og 118 i USA.

I Brasil var tallet 142, og i Kina 271. Fortsetter utviklingen, vil Kina passere USA som verdens største økonomi i løpet av de neste 10–20 årene.

Finanskrisen bidro til å fremskynde disse endringene. Nedturen i verdensøkonomien i kjølvannet av krisen ble markert i mange land og regioner. For hele OECD-området falt BNP med 3,5 prosent i 2009.

#### *Figur: Vekst i 2009*

Fremvoksende økonomier klarte derimot å holde aktiviteten oppe til tross for et kraftig fall i etterspørselen etter deres eksportvarer. Verdenskartet illustrerer at land i Sørøst-Asia, noen land i Sør-Amerika og flere områder i Afrika fortsatte å vokse da resten av verden fikk en knekk etter krisen.

Handelen mellom land er avgjørende for at fattige land kan vokse raskere. Da kan landene spesialisere seg. Samtidig får de tilgang til varer og tjenester fra andre land. Men spesialisering krever omstillinger. De siste tiårene har vestlige land møtt sterk konkurranse fra lavkostland, særlig på produksjon av industrivarer. Det har ført til at bedrifter og nærmest hele næringer er blitt borte, og at nye har kommet til. Også i Norge har vi opplevd at næringer har mistet livets rett, som da teko-industrien mer eller mindre forsvant på 1970-tallet.

#### *Figur: Driftsbalanse*

Det siste tiåret har ubalanser i verdenshandelen bygd seg opp. Store og tiltakende underskudd i amerikansk økonomi er drevet av høyt forbruk og stor appetitt på gjeld blant amerikanske husholdninger. USA har over lang tid brukt mer enn landet selv produserer. Privat gjeld har økt der, men også i Europa. Motstykket er høy sparing i Asia – i første rekke Kina. Asias vilje til å kjøpe amerikanske obligasjoner har ført til at ubalansene har fått vokse.

Norsk økonomi er også en del av dette bildet. Den høye oljeprisen har gitt store overskudd på driftsbalansen for oljeeksporterende land, som er plassert i de internasjonale kapitalmarkedene. Overskudd i utenriksøkonomien gir mulighet til å spare og fordele inntekter over tid. Dette viser at underskudd og overskudd i handelen mellom land ikke nødvendigvis er uttrykk for ubalanse, men kan være en fornuftig tilpasning.

#### *Figur: Eksport fra fremvoksende økonomier i Asia*

Fremvoksende økonomier i Asia står nå for 16 prosent av verdens samlede eksport. Tilsvarende tall i 2000 var 9 prosent. Med en stor arbeidskraftreserve og et kostnadsnivå vesentlig under andre land har det vært lett å få avsetning for industrivarer. Timelønnen til en kinesisk industriarbeider er om lag 1/20 av lønnen til en amerikansk arbeider [\[2\]](#).

Selv om det er store gevinster knyttet til internasjonal handel og frie kapitalbevegelser, er det også noen skjær i sjøen. De siste tretti årene har finansielle kriser rammet en rekke land. Asia-krisen på slutten av 1990-tallet viste at store underskudd i handelen med utlandet, små valutaeserver og fast valutakurs var krevende å forene. Da internasjonale investorer mistet tilliten til at landene kunne forsvare den faste valutakursen, kom landene i problemer. Kraftig depresiering og store omstillinger fulgte i mange land. Selv om det de siste årene har gått bra i denne regionen, kan lærdommen sitte i.

Fortsatt har flere land i Asia, og Kina spesielt, valgt å knytte sin valuta til verdien av amerikanske dollar. Så lenge kinesiske myndigheter lykkes med å holde valutakursen noenlunde fast, opprettholdes konkurranseevnen og overskuddet i handelen. En slik politikk skjer imidlertid på bekostning av de landene som har underskudd og som gjerne skulle sett tilpasninger i yuan. Den kinesiske valutapolitikken er dermed under sterkt press, særlig fra amerikansk hold.

Men Kinas økonomiske strategi bygger på egne og andres erfaringer. For det første har landet valgt å satse på eksport av industrielle ferdigvarer fremfor innenlandsk forbruk, som grunnlag for vekst. Det har så langt gitt en dynamisk utvikling hvor veksten har vært holdt oppe ved at stadig nye mennesker har kunnet flytte fra landsbygda til nye jobber i byene. En stabil valutakurs har bidratt til forutsigbare rammevilkår for en raskt voksende eksportindustri og holdt konkurranseevnen oppe. Samtidig har industrisatsingen gjort Kina til en betydningsfull aktør i verdensøkonomien som har kunnet tiltrekke seg internasjonal kompetanse for videre næringsutvikling.

For det andre kan Kina skjele til erfaringene fra Asia-krisen, da mange land erfarte at små reserver kan være risikofylt under økonomisk uro. For det tredje har landet et stort behov for sparing til en aldrende befolkning. Eksportoverskuddet kombinert med høye innenlandske investeringer kan være en god sparestrategi.

Endringer er nok likevel på vei i kinesisk politikk. En realappresiering tvinger seg frem, eventuelt gjennom økt innenlandsk pris- og kostnadspress. Vi ser allerede klare tegn til dette.

Vestlige land, med underskudd i handelen, bør likevel ikke først og fremst lete etter løsningen på sine egne problemer i kinesisk valutapolitikk. Ubalansene i USA og Europa skyldes at landene selv har levd over evne. Underskuddslandene må ta tak i egne problemer.

### Kapitalstrømmer og realrenter

Et speilbilde av ubalansene i handelen er at kapitalen har beveget seg fra fremvoksende økonomier til de rike landene. Normalt flyter kapital dit avkastningen er høyest. Det skulle tilsi at kapital bli overført fra land med stor kapitalbeholdning og sparebehov til land med liten kapitalbeholdning og flere lønnsomme investeringsmuligheter. Da burde kanskje kapitalen bevege seg til fremvoksende økonomier, og ikke motsatt, slik vi har sett de siste årene.

*Figur: Sparing og investering som andel av BNP*

I etterkant av finanskrisen er det grunn til å reise spørsmål om de internasjonale kapitalmarkedene har vært i stand til å håndtere de store kapitalstrømmene på en god måte. Et stort spareoverskudd i Asia har søkt investeringsmuligheter i de rike landene. Det har latt seg gjøre, ikke på grunnlag av store investeringsbehov, men fordi sparingen her har falt kraftig. Den høye sparingen fra Asia har vært drivkraften. Derfor har de langsiktige internasjonale realrentene falt.

*Figur: USA – langsiktige renter*

Dette utslaget av de globale ubalansene dannet opptakten til finanskrisen. I USA, som figuren viser, var det en langvarig nedadgående trend i rentene. Lave renter fikk investorer til å søke etter nye investeringsmuligheter for å oppnå høyere avkastning. Muligheten for avkastning stiger når risikoen øker. Stor risikoappetitt og finansiell innovasjon førte til at prisen på risiko ble satt for lavt i finansmarkedene. Samtidig gjorde lave renter at husholdninger, bedrifter og stater overvurderte egen betalingsevne. Kombinert med svak regulering og utilstrekkelig tilsyn av finanssektoren ga det et opphav til finanskrisen.

Underskudd og overskudd i handelen mellom land er, som nevnt, ikke i seg selv unormalt. Men ubalansene ble etter hvert så store at landene ble sårbare for uro. Og da finansmarkedene ikke klarte å håndtere de store kapitalstrømmene, ble problemene presserende.

### *Figur: Offentlig gjeld*

Finanskrisen er avløst av en gjeldskrise. Redningspakker til bankene førte til at privat gjeld ble løftet over til stater og sentralbanker. I tillegg sviktet skatteinntektene, og utgiftene til trygd og tiltak økte. I neste omgang valgte statene å føre en ekspansiv finanspolitikk for å motvirke fallende etterspørsel og økende arbeidsledighet, til tross for at mange gikk inn i krisen med budsjettunderskudd og ganske høy gjeld.

Flere stater opplevde at da behovet for å bruke den økonomiske politikken til å holde aktiviteten opp var størst, var evnen minst. En viktig lærdom fra krisen er at finanspolitikken må være langsiktig forankret. I gode tider må man spare, slik at man har noe å tære på i dårlige tider.

Statsgjelden i de store industrilandene er nå blitt like høy, målt som andel av BNP, som den var like etter 2. verdenskrig da landene hadde finansiert høye militære utgifter med lån. Noen stater i Europa opplever nå at finansmarkedene ikke har tillit til deres evne til å betjene sin gjeld. Hvis statene i disse landene ikke klarer å gjøre opp for seg, vil bankvesenet i Europa bli rammet, både gjennom tap på statspapirer og gjennom økonomisk nedgang. Denne gjensidige avhengigheten mellom statsfinanser og bankenes soliditet på tvers av landegrenser kan true stabiliteten i verdensøkonomien.

De globale ubalansene som lå bak finanskrisen, ligger der fortsatt. Enkelte land med store underskudd i statsfinansene vil måtte slite med dette i lang tid. Samtidig er det mulig å tenke seg at ubalansene etter hvert vil bygges ned. Fremvoksende økonomier står foran en periode med store investeringer for å bygge ut velferd og infrastruktur. Husholdninger og bedrifter vil kunne redusere sin sparing etter hvert som velferdsordninger og nasjonale kapitalmarkeder utvikles. En aldrende befolkning i mange land kan også føre til at flere etter hvert vil måtte tære på sin formue, slik at samlet sparing går ned. For land i Europa og USA er det ingen tvil: underskuddene må ned og sparingen opp.

### **Energi og råvarepriser**

La meg nå si litt om hvordan endringene i verdensøkonomien har påvirket etterspørselen etter råvarer og prisene på disse.

### *Figur: Realpriser på metall, matvarer og olje*

Oljeprisen er nå rundt 115 dollar fatet. Prisene på andre råvarer som metaller og mat er også høye. En svak dollar, lav avkastning i rentemarkedene og mye tilgjengelig likviditet kan ha bidratt til de økte prisene. I det siste ser vi også at prisene presses oppover av politisk uro i Nord-Afrika og Midtøsten. Likevel er det særlig sterk vekst i fremvoksende økonomier og forhold på tilbudssiden som har dominert utviklingen siden tidlig på 2000-tallet.

Fra 2000 til 2009 stod fremvoksende økonomier for all vekst i verdens forbruk av primære energikilder. I samme periode stod de for 80 prosent av verdens vekst i forbruket av jordbruksvarer og det aller meste av veksten i forbruket av metaller.

Mens etterspørselen etter energi- og råvarer stiger, er det skranker på tilbudssiden. For olje er de store og lett tilgjengelige ressursene blitt utvunnet først. Nye forekomstene er mindre og dyrere å utvinne. Det samme gjelder for flere metaller. Samtidig har investeringene i energi- og råvaresektoren vært lave. Prisene på energi har steget nokså markert over lengre tid, med noen midlertidige forstyrrelser.

Jordbruket står overfor noen av de samme utfordringene. I de senere årene har produktivitsveksten i jordbruket avtatt. For å øke produksjonen har mindre fruktbart areal blitt tatt i bruk, og kostnadene ved fremstilling av matvarer har økt. Jordbruksproduksjon er i tillegg blitt mer energiintensiv, og energi- og matvarepriser er blitt knyttet tettere sammen. Energi utgjør nå en tredjedel av kostnadene ved kornproduksjon. I tillegg har høy oljepris vridt etterspørsel mot biodrivstoff, hvor blant annet mais og sukker brukes som innsatsfaktorer. I 2010 gikk 40 prosent av maisproduksjonen i USA til biodrivstoff. I Brasil brukes en stor andel av sukkerproduksjonen til samme formål. I de senere årene har vi derfor sett at økte energipriser smitter over på matvareprisene [3]. Det siste året har i tillegg prisene økt mye som følge av dårlige avlinger rundt omkring i verden på grunn av uvær og tørke.

Når vi analyserer utsiktene for verdensøkonomien og norsk økonomi, tar vi utgangspunkt i at oljeprisen vil ligge om lag på dagens nivå. Det er vanskelig å si noe utsagnskraftig om den fremtidige utviklingen i prisene. Skulle oljeprisen falle markert, vil oljefondsmekanismen langt på vei skjerme norsk økonomi mot de kortsiktige negative virkningene av et fall i inntektene. Men petroleumsformuen vår reduseres. Skulle oljeprisen derimot stige videre, har vi gjennom Statens petroleumsfond utland og handlingsregelen et godt og robust system for å håndtere de økte inntektene.

### **SPUs investeringsstrategi**

La meg nå komme til hvordan endringene i verdens økonomiske geografi virker inn på investeringsstrategien til Statens pensjonsfond utland.

### *Figur: Norges bytteforhold*

Norge har tjent godt på globaliseringen, både gjennom handel og kapitalmarkeder. Som en stor råvareeksportør har vi nytt godt av høye råvarepriser. Samtidig har vi kunnet importere billig fra fremvoksende økonomier. Vårt bytteforhold mot utlandet har bedret seg hele det

siste tiåret. Norges nasjonalinntekt har økt mye gjennom hele oljealderen. Gjennom store overskudd på driftsbalansen og oppbyggingen av oljefondet er vi også blitt en betydelig kapitaleksportør.

*Figur: Markedsverdien av Statens pensjonsfond utland*

Statens pensjonsfond utland er blant verdens aller største fond. Resultatene svinger i takt med utviklingen i internasjonale finansmarkeder. Det mest iøynefallende trekket (jf. figuren) er likevel ikke svingningene, men den kraftige, nærmest sammenhengende veksten i fondets markedsverdi. Den stabile veksten de siste årene skyldes dels store tilførsler fra Finansdepartementet høsten 2008 samtidig som aksjemarkedet falt. Kronkursen svekket seg også gjennom krisen, og bidro til å dempe utslagene i fondsverdien, når denne måles i norske kroner.

*Figur: Avkastning i Statens pensjonsfond utland*

Avkastningen de siste to årene har vært god. Etter en avkastning på over 25 prosent i 2009, var avkastningen i fjor om lag 10 prosent. Dette må ses i sammenheng med svake tall i 2008. Etter de store tapene under finanskrisen, har fondet nå vunnet tilbake alt det tapte, og mer til.

*Figur: Meravkastning i Statens pensjonsfond utland*

Også tallene for meravkastningen – avkastningen i fondet utover avkastningen på referanseindeksene – gjenspeiler finanskrisen. Store tap i siste halvår 2008 er mer enn oppveid av gode resultater senere. Siden 1998 har den årlige meravkastningen i forvaltningen vært i overkant av 0,3 prosentenheter.

Fondet kom gjennom finanskrisen uten å lide tap. Under og etter krisen har vi likevel vunnet verdifulle erfaringer. Disse erfaringene er viktige for forvaltningsstrategien fremover.

En sentral del av Norges Banks forvaltningsoppdrag er å gi råd til fondets eier om behov for endringer av investeringsstrategien. Fondets investeringsstrategi bygger på fondets komparative fortrinn og utformes på en måte som støtter opp om mandatet og de rammene eier har trukket opp.

Fra vår strategiplan for 2011-2013 vil jeg her peke på følgende hovedpunkter:

- Regional fordeling
- Sammensetning av rentereferansen
- Økt vekt på absolutt avkastning i fondet

Formålet med forvaltningen av fondet er å maksimere fondets langsiktige internasjonale kjøpekraft. Midlene må brukes til import av varer og tjenester. Et sentralt spørsmål for investeringsstrategien er i hvilken grad den internasjonale kjøpekraften er utsatt for valutarisiko og hvordan denne valutarisikoen best håndteres.

Våre nærmeste naboland er våre største handelspartnere, og det kan derfor være naturlig å plassere fondsmidlene der. Det vil gi en valutakurssikring for fremtidig import fra disse landene. På den andre siden vil endringer i valutakursene ofte oppveies av forskjeller i prisutviklingen mellom land. Hvis teorien om kjøpekraftsparitet er gyldig, kan vi holde beslutningen om hvilke land vi investerer i, uavhengig av hvilke land vi importerer fra [\[4\]](#).

#### *Figur: BNP og regional fordeling av aksjer i SPU*

I dag er noe over halvparten av fondet investert i Europa. Innslaget av europeiske investeringer i fondets er vesentlig høyere enn hva en markedsvektet portefølje skulle tilsi. Fondets eierandeler i europeiske aksjemarkeder er for eksempel dobbelt så store som andelene i Latin-Amerika og Asia. Når verdens økonomiske geografi endres, er det naturlig å spørre seg om fondets investeringsstrategi bør justeres for å bedre forholdet mellom risiko og avkastning.

Finansdepartementet signaliserte i den årlige meldingen til Stortinget om forvaltningen av fondet flere forhold som tilsier at fondets overvekt i Europa bør vurderes. Dette er i tråd med tidligere råd fra Norges Bank [\[5\]](#). Kapitalmarkedene i fremvoksende økonomier er blitt mer utviklet. Ettersom disse landene står for en stadig større del av verdens produksjon og har utsikter til høy vekst, kan det være fornuftig å investere mer av fondsmidlene der. En jevnere fordeling av midlene mellom de store regionene vil også redusere den samlede risikoen i fondet. Slike endringer må gjennomføres over tid.

Eierens viktigste valg i investeringsstrategien er andelen av formuen som skal plasseres i aksjer. Størrelsen på aksjeandelen har betydning for fondets avkastning og risiko. Aksjeandelen har økt fra null i 1996, via 40 prosent i 1998 til 60 prosent som Stortinget vedtok i 2007. Økningen i aksjeandel fra 40 til 60 prosent ble gjennomført fra juni 2007 til juni 2009. Norges Bank kjøpte aksjer for fondet for 1000 milliarder kroner gjennom finanskrisen, og fondets samlede aksjebeholdning ble mer enn doblet. Eierne stod ved strategien gjennom perioden med kursfall, noe som nok vil betale seg over tid.

Maksimalt 40 prosent av fondet er nå plassert i obligasjoner og andre renteinstrumenter, som gjerne er forbundet med lavere risiko, men også lavere forventet avkastning enn aksjer. Norges Bank ga tidligere i år et råd til Finansdepartementet om hvordan referanseindeksen for renteinvesteringer bør utformes. Den strategiske referanseindeksen bør reflektere rollen renteinvesteringene er forutsatt å spille i fondets portefølje. Renteinvesteringene bør først og fremst bidra til å redusere svingningene i fondets verdi. I tillegg bør fondet være eksponert mot kredittpremien.

Finanskrisen lærte oss at ulike typer renteinvesteringer har svært like egenskaper når likviditeten i markedene faller. Gevinsten ved å holde svært mange forskjellige papirer er begrenset. Norges Bank anbefaler derfor at indeksene forenkles, ved å redusere antall rentepapirer betydelig.

De mest brukte referanseindeksene for obligasjoner er markedsvektet. Det innebærer at låntagere får større vekt jo høyere gjeld de har. Økt gjeld kan redusere muligheten til å betjene gjelden. En markedsvektet indeks vil trolig ikke være den tilnærmingen som best

diversifiserer risikoen for tap som følge av mislighold. Norges Bank har derfor foreslått å bruke BNP-vekter i stedet for markedsvekter for statsgjelden i Statens pensjonsfond utland.

Handlingsregelen for finanspolitikken sier at staten bruker forventet realavkastning av oljefondet over statsbudsjettet, anslått til et årlig gjennomsnitt på 4 prosent. Norges Bank som forvalter må investere med sikte på å oppnå en langsiktig avkastning i tråd med dette målet.

Det er utfordrende å anslå forventet avkastning over fondets langsiktige investeringshorisont. Noen modeller antyder nå at investorenes avkastningskrav i aksjemarkedet er ganske normalt, på tross av lave renter [6]. Det kan tilsi en realavkastning på 5–6 prosent i aksjemarkedet. Positive bidrag i den aktive forvaltningen, i eiendomsinvesteringene og i renteforvaltningen gjør at en total avkastning over tid på 4 prosent ikke er urimelig.

I forvaltningen av fondet må vi gjøre mer enn å konsentrere oss om den relative avkastningen, eller forskjellen mellom indeksens og fondets avkastning. Råd om investeringsstrategi til Finansdepartementet må bygge på vurderinger av absolutt avkastning. For eiendomsinvesteringene, som vi nå bygger opp, er det behov for inngående kunnskap om de underliggende økonomiske verdier for å bedømme om investeringene vil gi ønsket realavkastning over tid. Kunnskap om underliggende verdier er også nødvendig for å kunne ha et aktivt forhold til referanseindeksene for aksjer og obligasjoner – og å gjøre tilpasninger deretter.

## Avslutning

I dette innlegget har jeg pekt på utviklingstrekk i verdens økonomiske geografi og de utfordringer det medfører. Store ubalanser vil kreve omstillinger. Løsningen på problemene ligger ikke i å begrense verdenshandelen. Vi må huske på at en økende handel og frie kapitalmarkeder først og fremst har gitt store gevinster. Fremvoksende økonomier har på kort tid fått større plass i verdensøkonomien. Mange mennesker er løftet ut av fattigdom. Den utviklingen bør få fortsette.

Takk for oppmerksomheten.

## Fotnoter

1. Pinkovskiy, Maxim og Xavier Sala-i-Martin (2010), "African Poverty is Falling...Much Faster than You Think!", NBER Working Paper 15775.
2. US Bureau of Labor Statistics. International Labor Comparisons. Manufacturing in China. <http://www.bls.gov/fls/china.htm>
3. Rising Prices on the Menu, Finance&Development, Mars 2011, Vol. 48, No. 1, IMF (Hebling, T og Roache S.)
4. Nyere forskning viser at teorien om kjøpekraftsparitet holder i større grad enn tidligere resultater skulle tilsi, se Lucio Sarno (2011): Purchasing Parity in Tradable Goods, arbeidsnotat for Finansdepartementet



5. Meld. St. 15 (2010-2011): Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010
6. Bank of England: Quarterly Bulletin 1, 2011, figur 13.