

ØKONOMISKE PERSPEKTIVER

Tale av sentralbanksjef Øystein Olsen
til Norges Banks representantskap
og inviterte gjester

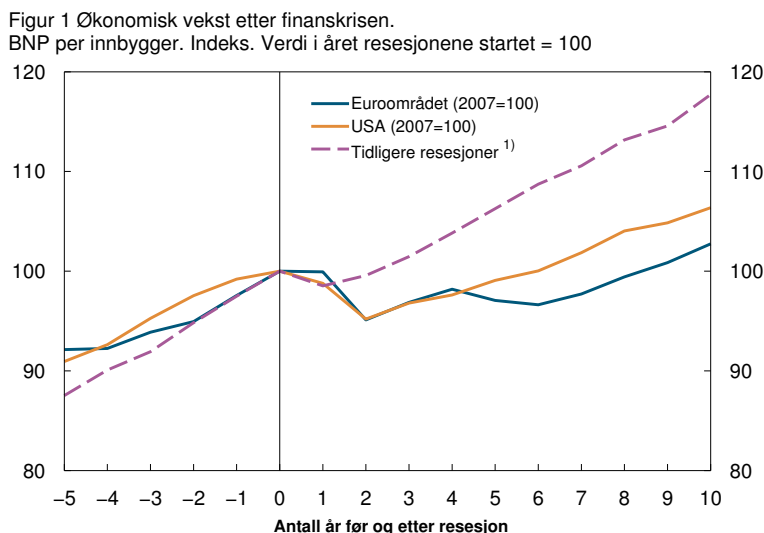
TORSDAG
15. FEBRUAR
2018

INNLEDNING

«Allting har en ende, også kriser. Etter natten følger morgenrøden.»¹

Slik oppsummerte sentralbanksjef Nicolai Rygg vendepunktet på 1930-tallet.

Industrilandene er i ferd med å legge bak seg en ny krevende periode. I 2018 er det ti år siden verdensøkonomien ble utsatt for et sjokk og gikk inn i den dypeste nedgangen siden 1930-tallet, se figur 1.



1) Startår for en resesjon er definert som et år hvor veksten i BNP per innbygger går fra å være positiv til negativ. Tidligere resesjoner er definert som medianen av alle resesjoner i perioden 1920 – 2002, basert på Jordà–Schularick–Taylor Macrohistory Database. Databasen dekker 17 industriland.
Kilder: Thomson Reuters, Jordà–Schularick–Taylor Macrohistory Database og Norges Bank

Det økonomiske tilbakeslaget som fulgte i kjølvannet av finanskrisen, skiller seg markert fra tidligere resesjoner.² Nedturen har vært dypere og vart lengre. Krisen ble møtt med kraftfulle tiltak. Likevel har det tatt tid å bringe økonomiene på fote igjen.

Finanskrisen har gitt oss viktige erfaringer. For det første: Lav og stabil inflasjon var ikke tilstrekkelig for å sikre økonomisk stabilitet. En kompleks finanssektor, lite kapital i bankvesenet og høy gjeld hos enkelte grupper innebar en risiko som var undervurdert. For det andre: Vi har fått en alvorlig påminnelse om hvor hardt en finanskriser kan ramme. Mangel på kreditt, økt usikkerhet og bortfall av etterspørsel la grunnlaget for en nedadgående spiral. Bedrifter måtte legge ned, og mange mistet

1 Rygg, N. (1948) «I økonomisk stormvær». Festskrift til Joh. N. Andresen, også publisert som bilag til *Statsøkonomisk tidsskrift* nr 3/4 1948.

2 Data er hentet fra Jordà, O., M. Schularick og A. M. Taylor (2017) «Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts» I: M. Eichenbaum og J. A. Parker, *NBER Macroeconomics Annual 2016*, volume 31, University of Chicago Press.

jobben. For det tredje: Det var få tegn til at økonomiene stabiliserte seg selv. Uten bruk av sterke økonomiske virkemidler sto man i fare for at nedgangen kunne bli selvforsterkende. Pengepolitikken måtte ta et stort ansvar.

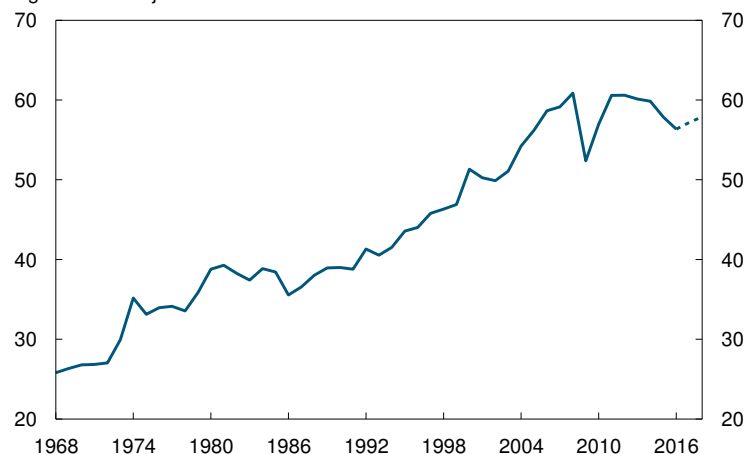
I løpet av de siste par årene har veksten tatt seg opp i mange industriland. Arbeidsledigheten har etter hvert kommet ned, også i Europa. Parallelt med dette er landene påvirket av mer langsiktige utviklingstrekk. En mer sammenvevd verdensøkonomi og teknologiske endringer preger folks hverdag og har også konsekvenser for den økonomiske politikken.

HANDEL OG TEKNOLOGI

Handel og teknologisk fremgang har vært viktige drivkrefter bak veksten i Norge de siste to hundre årene. Olje- og gassressursene har løftet inntektsnivået vårt kraftig, men det viktigste er likevel at vi bruker arbeidskraften og kapitalen vår godt. Teknologiske fremskritt, økt utdanning og bedre kapitalutstyr har gjort oss mer produktive. Kontakt med andre land har bidratt til at vi har fått mye ut av ressursene våre. Mange av de nye ideene har vi hentet ute. Der har vi også fått avsetning for egne produkter.

I løpet av de siste femti årene er internasjonal handel mer enn doblet som andel av global verdiskaping, se figur 2. Nedbygging av handelshindre har vært en viktig drivkraft. Siden 2011 har handelen vokst svakere. Det skyldes i stor grad lavere økonomisk vekst globalt. Særlig har private investeringer hengt etter. Men veksten har også avtatt fordi handelsbarrierer bygges ned saktere enn før.

Figur 2 Internasjonal handel som andel av BNP.¹⁾ Prosent ²⁾



1) Handel er definert som summen av eksport og import av varer og tjenester.

2) Anslag for 2017 og 2018.

Kilder: IMF, Verdensbanken og Norges Bank

Det internasjonale varebyttet har gitt store velferdsgevinster. Som forbrukere har vi fått tilgang til billigere og bedre produkter. Viktigere er det at mer enn én milliard mennesker er blitt løftet ut av fattigdom.³ Skulle utviklingen nå gå i retning av en mindre fri verdenshandel, vil det ramme mange.

Handelen var lenge konsentrert om å bytte ferdigvarer. De siste tiårene har globale verdikjeder vokst frem. Lavere transportkostnader og nye teknologiske løsninger har

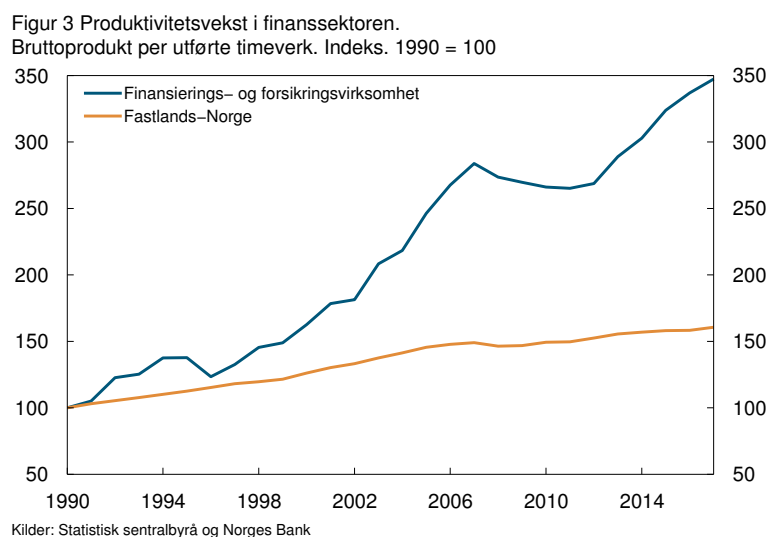
3 <http://www.worldbank.org/en/topic/poverty/overview>.

åpnet for nye måter å organisere produksjon og handel på. Bedrifter har bedre tilgang på informasjon om underleverandører i andre land. I dag er det også mulig å styre produksjonsprosesser over lange avstander. Det har gjort det enklere å legge teknologisk avansert produksjon til land der kostnadene er lave.

Samfunnet preges nå av utviklingen i informasjons- og kommunikasjonsteknologi. Dagens datautstyr har stor kapasitet og har krympet i størrelse. Tidligere krevdes det mye muskelkraft for å flytte på en 5 megabyte harddisk. I dag kan en minnebrikke som rommer flere hundre tusen megabyte, lett forsvinne i lommerusket. Samtidig har prisen på IKT-utstyr falt sammenlignet med andre varer. Det åpner for stadig nye anvendelser.

En mer åpen verdensøkonomi og teknologiske endringer påvirker oss som arbeidstakere. Innholdet i jobber endres. Oppgaver blir overtatt av maskiner eller overført til bedrifter et annet sted. Samtidig kommer nye jobber til. Hvert år forsvinner anslagsvis en av ti jobber i norsk økonomi, og omtrent like mange nye arbeidsplasser skapes.⁴ Dette er en nødvendig omstilling for å skape vekst. Skal vi hente ut gevinstene av ny teknologi, må oppgaver utføres med mindre bruk av arbeidskraft. Flytter samtidig folk til annen lønnsom virksomhet, får vi mer ut av våre felles ressurser.

Den norske finansnæringen har lykket med omstillinger. Bankkrisen tidlig på 1990-tallet ble en katalysator for å hente ut gevinster av nye teknologiske løsninger, se figur 3. Arbeidskrevende operasjoner ble effektivisert. Norsk finansnæring har også vært tidlig ute med å digitalisere betalingssystemet. Husholdninger og bedrifter har grepet mulighetene til å få gjennomført betalinger raskere og enklere. De fleste av oss savner ikke å måtte løpe til banken i lunsjpausen. Vi har gått fra fysisk oppmøte via brevgiro til nettbank og Vipps.



Parallelt har bankenes filialstruktur endret seg. I 1987 hadde Oslo nær 200 bankfilialer. I dag er det mindre enn 40 igjen. Det har spart både bankene og publikum for store kostnader. I dag er vårt betalingssystem et av verdens mest moderne og kostnadseffektive.

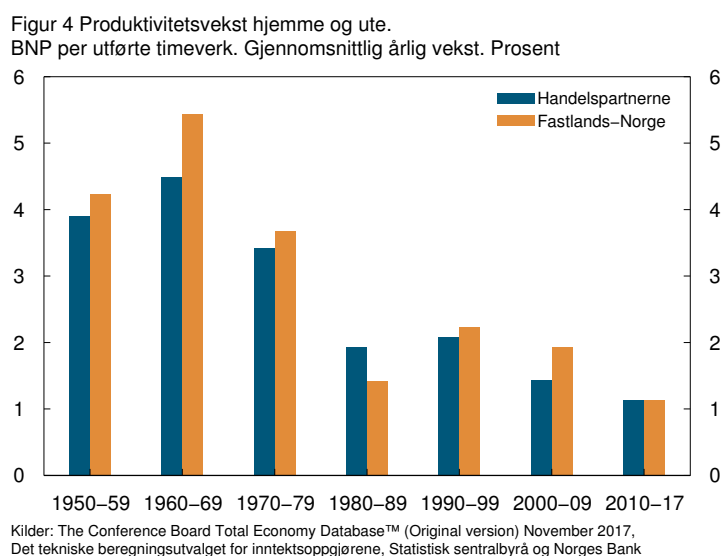
⁴ Salvanes, K.G. (2017) «Omstillingsevnen i norsk økonomi under finanskrisen», Arbeidsnotat 2017/7 fra Finansdepartementet.

Betalingssystemet står foran nye endringer. Bruken av kontanter er på vei ned, mens kontopenger blir tilgjengelig i stadig nye former. Det neste nye er oppgjør i nåtid. Da vil penger kunne overføres umiddelbart fra en konto til en annen, uavhengig av beløpets størrelse. Kanskje ditt neste bilkjøp kan betales ved å trykke «send» på mobiltelefonen – i samme øyeblikk som bilselgeren trygt kan overrekke deg nøklene.

Banker har fortsatt en dominerende rolle i betalingssystemet, men det er klare tegn til at deres posisjon kan bli utfordret. Nye reguleringer og ny teknologi gjør det enklere for nye aktører å ta markedsandeler. Internasjonale teknologiselskaper med store kundemasser er på vei inn i betalingssystemet.

Ny teknologi og nye aktører skaper nye utfordringer. Internasjonale plattformer samler mye informasjon om oss som enkeltindivider, særlig hvis de også kjenner våre betalingsmønstre. Slik informasjon bør helst ikke komme på avveie.

Vår hverdag blir stadig mer digitalisert. Fra sofakroken har vi fått tilgang til uante mengder musikk, film og litteratur. Fra nettbrettet og mobilen kan vi bestille dagligvarer eller justere varmen på hytta. Samtidig får kunstig intelligens og robotisering stor oppmerksomhet. Ved å styre prosesser ved hjelp av maskinlæring kan arbeidsoppgaver effektiviseres. Men selv om den teknologiske utviklingen på en del områder ser ut til å gå raskere enn noen gang, er den lite synlig i produktivitetsveksten for økonomien som helhet. Både i Norge og hos våre handelspartnere har veksten i produktiviteten falt, se figur 4. De siste årene har veksten ligget rundt én prosent.



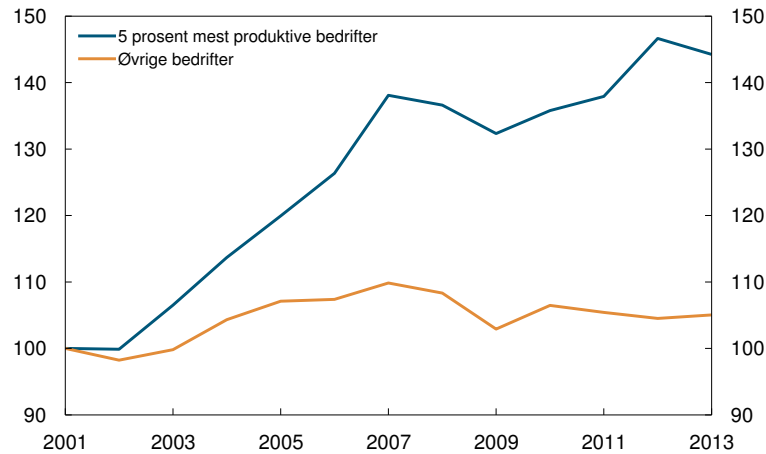
Den svake veksten i produktiviteten kan gjenspeile at det tar tid før ny teknologi slår bredt gjennom i produksjonen av varer og tjenester. Produktiviteten skyter først fart når bruk av informasjonsteknologi og digitale løsninger reduserer bruken av arbeidskraft.

Bak gjennomsnittstallene finner vi dessuten et interessant mønster. I flere sektorer har forskjellen økt mellom de mest produktive bedriftene og de øvrige, se figur 5.⁵ Figuren viser forskjellen innenfor tjenestesektoren, men det samme bildet gjør seg gjeldende innenfor andre sektorer. Mens veksten i produktiviteten har holdt seg godt

5 Andrews, D., C. Criscuolo og P. N. Gal (2015) Frontier firms, technology diffusion and public policy: micro evidence from OECD, *OECD Productivity Working Paper* No 2.

oppe hos bedriftene som ligger i front, har utviklingen i resten av økonomien vært vesentlig svakere. Det kan tyde på at det ikke er selve innovasjonstakten som er svekket, men overføringen av ny teknologi fra frontbedrifter til resten av næringslivet.

Figur 5 Produktivitet i frontbedrifter og øvrige bedrifter.
Tjenesteytende næringer.¹⁾ OECD-land. Indeks. 2001 = 100



1) Definert som bedrifter innen næring 45 – 82, unntatt 64 – 68, i NACE Rev. 2.
Kilde: OECD

Det siste tiåret har trolig finanskrisen bidratt til den lave produktivitetsveksten. Svak vekst i økonomiene og stor usikkerhet har lagt en demper på bedriftenes vilje til å investere. I tillegg holdt bankene i mange land lenge igjen på utlån. Det kan ha hindret nyetableringer og bremset utskifting av utdatert produksjonsutstyr.

Ettervirkningene fra finanskrisen er nå i ferd med å forsvinne. Investeringene er på vei opp i flere land. Det kan gi et løft i produktiviteten fremover.

Men det kommer ikke av seg selv. Den teknologiske utviklingen gir muligheter som det er opp til oss å utnytte. Omstilling av økonomien må fortsette. En vellykket omstilling krever et fleksibelt arbeidsmarked, høyt utdanningsnivå og et godt sosialt sikkerhetsnett. Norge har mye av dette på plass, men også vi må være forberedt på justeringer når omgivelsene endrer seg. I tillegg har vi naturgitte fortrinn, som det vil være viktig å bygge videre på i årene som kommer.

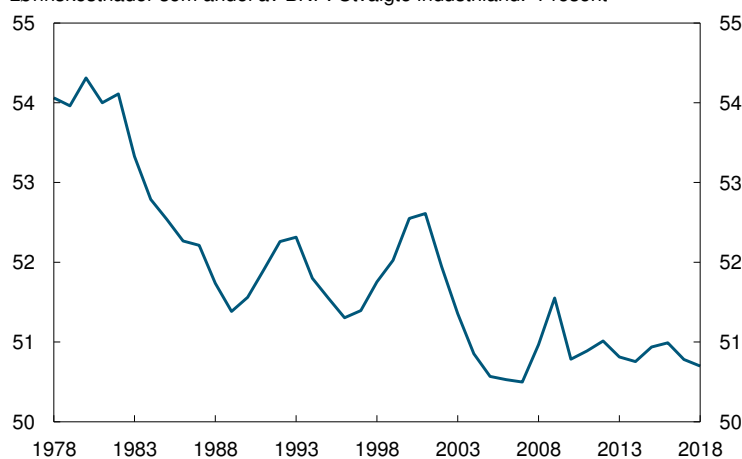
LAV VEKST I PRISER OG LØNNINGER

Gevinstene av en mer integrert verdensøkonomi og ny teknologi når ikke frem til alle. Konkurransen om jobber som ikke krever spesialisert kompetanse, har økt i mange land. Det har holdt lønningene for disse yrkene nede. På den andre siden fører den teknologiske utviklingen til økt etterspørsel etter høykompetent arbeidskraft som kan ta seg bedre betalt. Resultatet er økte lønnsforskjeller.

Også inntektsfordelingen mellom arbeid og kapital er endret. Lenge var det en utbredt oppfatning blant økonomer at andelen av verdiskapingen som tilfaller arbeidstakerne, vil ligge nokså fast over tid. Keynes beskrev stabiliteten i lønnsandelen som «et av de mest overraskende, men likevel best etablerte, fakta innen økonomisk statistikk».⁶ Men fra 1980 har overskuddene i bedriftene økt mer enn lønningene, se figur 6.

6 Keynes, J.M (1939) "Relative Movements of Real Wages and Output", *The Economic Journal* 49 (193), s34–51.

Figur 6 Lønnsandel.
Lønnskostnader som andel av BNP. Utvalgte industriland¹⁾ Prosent

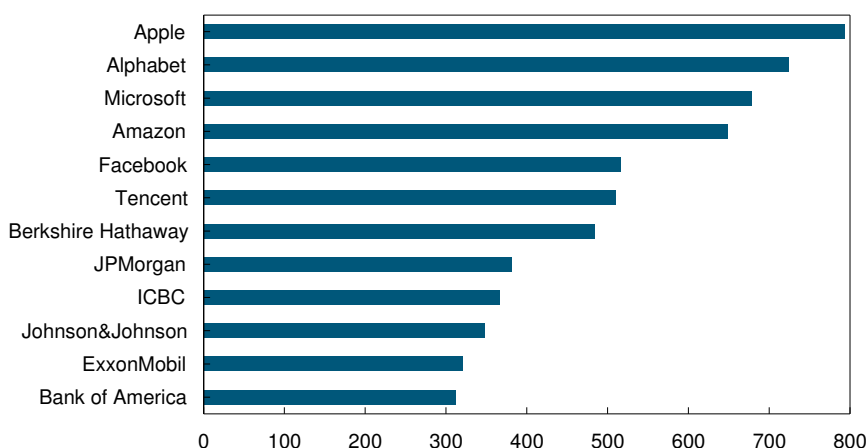


1) Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Irland, Italia, Japan, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Sør-Korea, Tyskland (tall for Vest-Tyskland før 1992) og USA. BNP-vektet gjennomsnitt.
Kilder: Europakommisjonen, Thomson Reuters og Norges Bank

Den teknologiske utviklingen har gjort kapitalvarer relativt billigere. Arbeidsoppgaver har blitt overtatt av roboter og annet kapitalutstyr. Det forklarer trolig noe av fallet i lønnsandelen.⁷

Fremveksten av globale teknologiselskaper bidrar også til lavere lønnsandeler. Med brede plattformer og mange brukere dominerer de markedet. Det gir både markeds- makt og store overskudd. Vinneren tar alt. Et fåtall teknologiselskaper skiller seg ut på toppen, se figur 7. Alphabet er ett eksempel. 80 prosent av internettsøkene i verden går gjennom deres søkemotor Google.⁸ Et annet eksempel er Amazon. I 2017 sto selskapet for 44 prosent av internetthandelen i USA.⁹

Figur 7 Verdens største børsnoterte selskaper. Markedsverdi i milliarder USD¹⁾



1) Markedsverdi per 9. februar 2018.
Kilde: Bloomberg

En av de viktigste forklaringene på nedgangen i lønnsandelen finner vi i den fundamentale endringen som har skjedd i det globale arbeidsmarkedet de siste tiårene. Flere land deltar i det internasjonale varebyttet. Arbeidstakere beveger seg på tvers

7 Hagelund, K., E. W. Nordbø og L. Sauvik (2017) «Lønnsandelen», *Aktuell kommentar* 9/2017, Norges Bank.

8 Market Share Statistics for Internet Technologies: <https://www.netmarketshare.com/search-engine-market-share.aspx>.

9 Financial Times, januar 2018 (<https://www.ft.com/content/95d16c88-f795-11e7-88f7-5465a6ce1a00>).

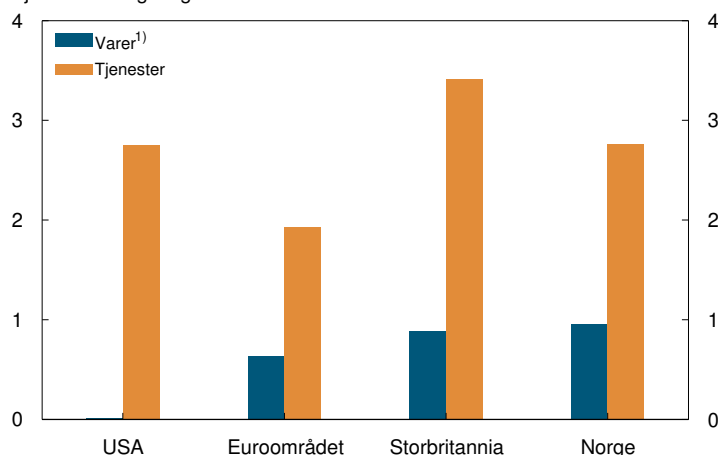
av land, og det er blitt lettere å flytte produksjon til lavkostland. Da Kina, India og Øst-Europa kom med i den globale markedsøkonomien, ble arbeidsstyrken i land som deltar i verdenshandelen fordoblet.

Resultatet er at arbeidstakere i industrilandene møter konkurranse fra nye grupper. Det demper lønnsveksten og påvirker inntektsfordelingen mellom arbeid og kapital. I flere land har også lavere oppslutning om fagforeninger svekket arbeidstakernes forhandlingsposisjon. Siden 1980 har andelen av de sysselsatte i OECD-området som er fagorganisert, falt fra rundt 35 prosent til under 20 prosent.

Den lave lønnsveksten smitter over i prisene på varer og tjenester. Mange bedrifter møter dessuten konkurranse fra bedrifter som produserer i land med lavere kostnadsnivå. I tillegg reduserer netthandel fordelene av å være nær kundene. Rommet for å velte økte kostnader over i prisene snevres inn. Globaliseringen bidrar dermed til å dempe den generelle prisveksten.

Billig import fra lavkostland har lenge vært en viktig kilde til lav inflasjon i industrilandene. I Norge har prisenivået på klær og skotøy blitt nær halvert de siste 20 årene. Effekten på prisene av globaliseringen er ikke uttømt. Stadig nye land som produserer til lave kostnader, melder seg på i den internasjonale konkurransen. Frem til nå har prisene på tjenester vært mindre påvirket av den internasjonale konkurransen, enn prisene på varer, se figur 8. I det siste har også handel med tjenester over landegrensene tiltatt. Det kan gi et nytt press nedover på prisene.

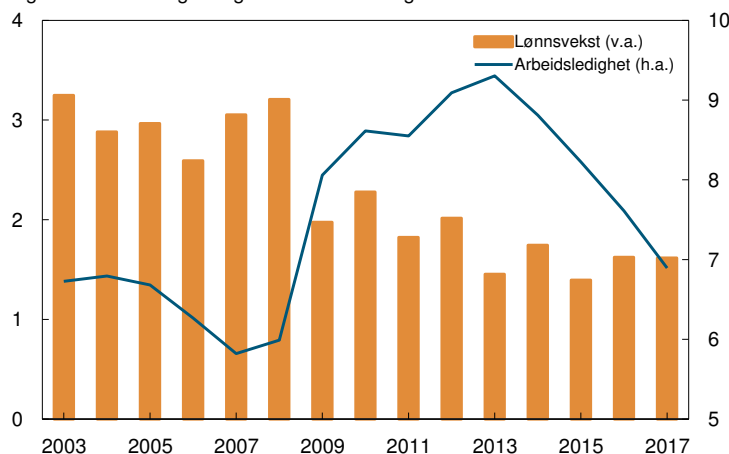
Figur 8 Prisvekst for varer og tjenester.
Gjennomsnittlig årlig vekst 2000 – 2017. Prosent



1) Varer uten mat og energi for alle landene, unntatt Storbritannia.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Tendensen til lavere vekst i priser og lønninger har konsekvenser for pengepolitikken. På den ene siden kan det være grunn til å vente mindre svingninger i inflasjonen enn tidligere. Men det betyr også at det kan være tyngre å få prisveksten opp hvis den har falt til et for lavt nivå.

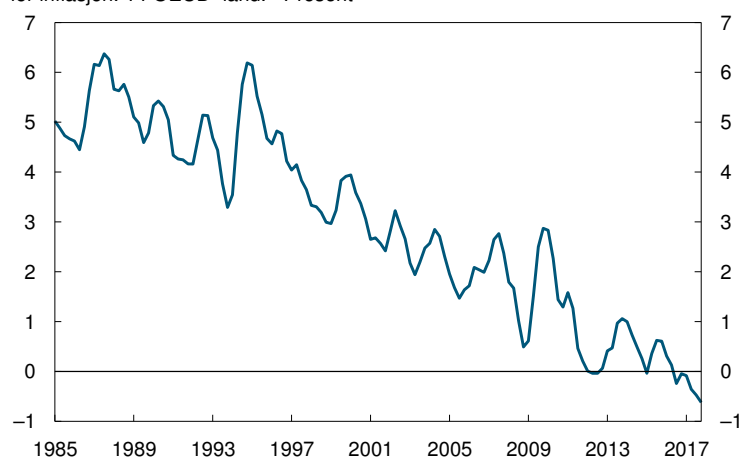
Phillipskurven – sammenhengen som økonomer stiller opp mellom arbeidsledighet og lønns- og prisvekst – kan være endret. I mange land har en erfart at lønnsveksten har vært ganske svak, selv om arbeidsledigheten har falt, se figur 9. Bakgrunnen er blant annet de globale drivkreftene jeg har omtalt. Men sammenhengen mellom lønn og ledighet er ikke brutt. I flere land er det nå tegn til økt lønnsvekst etter hvert som oppgangen har fått bedre feste og arbeidsmarkedet strammes til.

Figur 9 Arbeidsledighet og lønnsvekst. Utvalgte industriland.¹⁾ Prosent

1) Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Irland, Italia, Japan, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Sør-Korea, Tyskland og USA. Uvektet gjennomsnitt.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

EKSPANSIV PENGEPOLITIKK I MANGE LAND

Verdensøkonomien har aldri gått gjennom en så lang periode med så lave renter som nå, se figur 10. Rentenivået var på vei ned lenge før krisen i 2008 brøt ut. Bak dette ligger det en langvarig nedgang i langsiktige realrenter som skyldes strukturelle endringer. Lav produktivitetsvekst og svakere vekst i arbeidsstyrken har svekket vekstevnen i industriland og dempet viljen til å investere. Samtidig har en større del av inntektsveksten havnet hos grupper og land som sparer en stor del av sin inntekt. Det skyldes blant annet demografiske endringer og økte inntektsforskjeller. Både lavere investeringer og økt sparing har trukket lange renter ned.

Figur 10 Internasjonale realrenter. Rente på 10-årige statsobligasjoner justert for inflasjon. 14 OECD-land.¹⁾ Prosent

1) Belgia, Canada, Danmark, Frankrike, Italia, Japan, Nederland, Norge, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland, USA og Østerrike. Uvektet gjennomsnitt.
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Da finanskrisen rammet verdensøkonomien i 2008, reagerte sentralbanker kraftfullt. Gjennom krisen kuttet sentralbankene i euroområdet, Storbritannia og USA renten med 4 til 5 prosentpoeng. Likevel erfarte mange at det var vanskelig å få pengepolitikken tilstrekkelig ekspansiv, og rommet for ytterligere kutt i rentene ble gradvis oppbrukt.

Sentralbankene ble ført inn i et ukjent terreng og satte i verk uvanlige tiltak. De har handlet verdipapirer i stor skala. I tillegg er en barriere brutt. I euroområdet, Danmark, Sverige, Sveits og Japan er styringsrentene senket til under null. Pengepolitikken har blitt strukket langt.

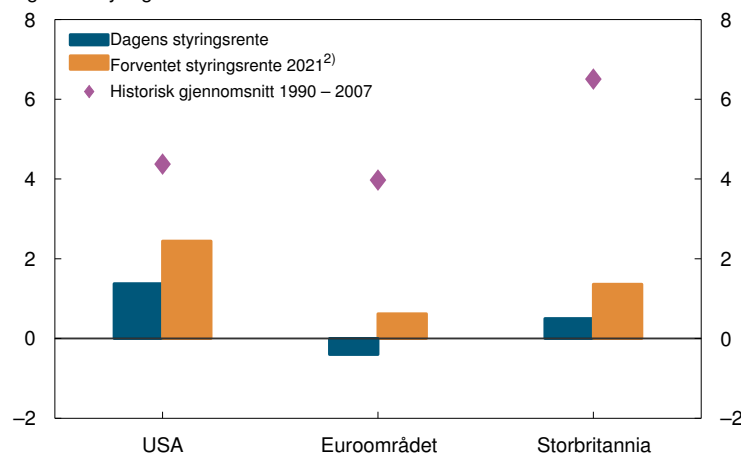
Hensikten med sentralbankenes massive kjøp av verdipapirer har vært å bringe langsiktige renter enda lengre ned. Politikken har hatt bredt gjennomslag. Den gjennomsnittlige realrenten på tiårige statsobligasjoner i OECD-området har blitt negativ. Gjennom tilpasninger av porteføljer har også rentene på obligasjoner utstedt av banker og andre foretak falt.

Den sterke medisinen har virket. Veksten i alle de store industrilandene har fått feste. Arbeidsledigheten i viktige økonomier er lavere enn før finanskrisen. Pris- og lønnsveksten er på vei opp fra lave nivåer.

Behovet for ekspansiv pengepolitikk er dermed i ferd med å avta. Rentene internasjonalt har passert bunnen. Styringsrentene i USA, Storbritannia og Canada ble satt opp i løpet av 2017. Flere sentralbanker vil trolig følge etter i 2018. Den amerikanske sentralbanken har begynt å redusere beholdningen av obligasjoner på sin balanse. Andre sentralbanker kjøper mindre enn før.

Renteoppgangen internasjonalt vil trolig skje gradvis, se figur 11. Etter en lang periode med svært lave renter, er det usikkerhet knyttet til hvordan en økning vil påvirke økonomien. Hvor raskt lønns- og prisveksten vil ta seg opp når aktiviteten øker, er også en kilde til usikkerhet.

Figur 11 Styringsrenter.¹⁾ Prosent



1) I figuren referer styringsrenten for USA seg til midtpunktet i målområdet for styringsrenten. Historisk styringsrente for euroområdet beregnes ved bruk av renten på ESBs ordinære refinansieringsoperasjoner fra 1999 til 2007. Før 1999 benyttes diskonteringsrenten i den tyske sentralbanken. For dagens og forventet styringsrente benyttes innskuddsrenten i ESB.

2) Juni 2021.

Kilder: Bloomberg og Norges Bank

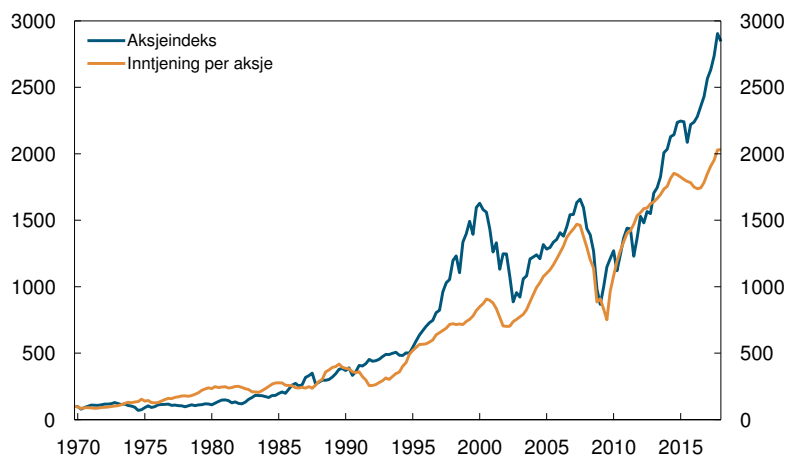
Vi må være forberedt på at rentene også i mer normale tider vil bli liggende lavere enn for et par tiår siden. De strukturelle trekkene som har bragt det nøytrale rentenivået ned globalt, vil ikke reverseres med det første.¹⁰

Sentralbankenes kjøp av obligasjoner har satt fotavtrykk også utover markedene for rentebærende papirer. Vi har sett en kraftig oppgang i verdien på aksjer og i

10 Rachel, L. og T. D. Smith (2015) «Secular drivers of the global real interest rate», *Staff Working paper* No 571, Bank of England.

eiendomspriser, se figur 12. Når de store sentralbankene skal reversere den ekspansive pengepolitikken, kan investorer som har tatt økt risiko, ønske å tilpasse sine porteføljer på nytt. Det kan være en kilde til uro i finansielle markeder. De siste ukene har vi sett spor av dette. Tiltakende vekst internasjonalt bidrar til å redusere risikoen for store utslag i aksjemarkedene. Men en kan likevel ikke utelukke en større korreksjon enn det vi hittil har opplevd.

Figur 12 Aksjekurser og inntjening per aksje.¹⁾ Standard & Poor's 500.
Indeks. 1970 = 100



1) Siste observasjon ved utgangen av hvert kvartal. For 1. kv. 2018 er observasjoner per 9. februar 2018 brukt.
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Pengepolitikken måtte ta et stort ansvar i kjølvannet av finanskrisen. I mange land var handlingsrommet i finanspolitikken allerede begrenset og ble ytterligere redusert gjennom krisen. Fortsatt er de finansielle musklene små. Offentlig gjeld er i liten grad bygget ned. Samtidig er rentenivået lavt, og rommet for nye kutt er svært trangt. Evnen til å møte et nytt tilbakeslag i nær fremtid er svekket.

PENGEPOLITIKKEN - LÆRDOMMER FRA FINANSKRISEN

Ti år med historisk lave renter og massive verdipapirkjøp gir grunn til ettertanke. Én viktig problemstilling er hvilket ansvar som bør legges på en sentralbank. Et beslektet tema er hva vi legger i ambisjonen om lav og stabil inflasjon. La meg bruke litt tid på disse spørsmålene.

Pengepolitikkenes hovedformål er å opprettholde en stabil pengeverdi. Oppgaven er en forlengelse av sentralbankens ansvar for pengevesenet. Bak tradisjonelle valutaer står det en sentralbank som har fått i oppdrag å sikre tillit til pengeenheten. Kontrasten til såkalte kryptovalutaer er stor. De stryker på avgjørende krav vi må stille til et betalingsmiddel.

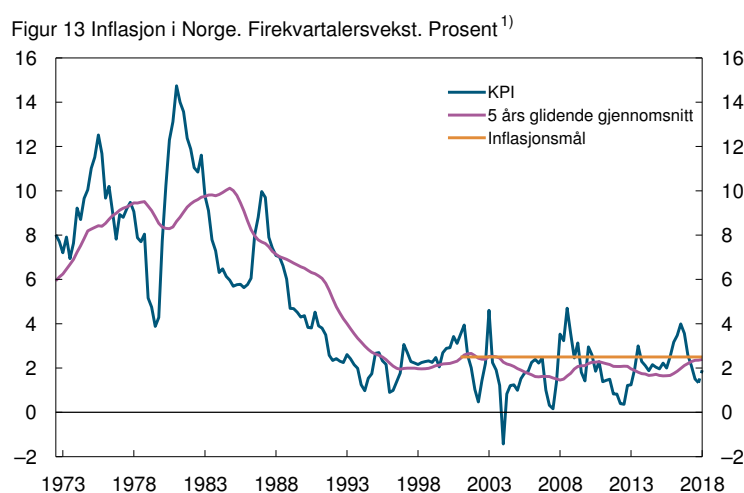
Både for høy og for lav inflasjon har uønskede konsekvenser. Formue omfordeles vilkårlig. Investeringer kan utebli, knappe ressurser allokeres feil eller blir værende ubrukt. Resultatet er lavere aktivitet og velferd.

Går vi langt tilbake i tid, skulle sentralbanken sikre at landets pengeenhet beholdt sin verdi i edelt metall. Det ble etter hvert erstattet med en målsetting om å holde verdien av landets valuta fast mot andre valutaer.

Ulike former for fastkursregimer er fortsatt i bruk mange steder. Men siden 1990 har stadig flere land valgt å knytte stabilitet i pengeverdien opp mot et tallfestet mål på inflasjonen.

Etter finanskrisen har alle disse landene holdt fast ved sitt regime. Det gjenspeiler at erfaringene med inflasjonsstyring alt i alt er gode. Systemet var ikke til hinder for en kraftfull respons da krisen rammet. Med en flytende valutakurs og et troverdig ankerfeste for inflasjonen kunne pengepolitikken innrettes mot å stabilisere økonomien.

Også i Norge har systemet med inflasjonsstyring fungert godt. Etter at prisstigningen kom ned tidlig på 1990-tallet, har den vært lav og stabil, se figur 13. Vi kan nå se tilbake på et kvart århundre med stabile priser. Samtidig har sysselsettingen variert mindre siden 2001 enn i tidligere perioder, til tross for at norsk økonomi har vært utsatt for store forstyrrelser.



1) Anslag for 1. kv. 2018.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Selv om de formelle regimene for pengepolitikken ligger fast, har det vært læring underveis. I starten hadde man høye ambisjoner om å styre inflasjonen mot målet innenfor en klart avgrenset tidshorisont. Men erfaringer med regimet ga nyttig kunnskap, og ambisjonene ble etter hvert justert. I møte med forstyrrelser opplevde særlig små, åpne økonomier at en rask tilbakevending til inflasjonsmålet kunne ha uønskede realøkonomiske konsekvenser.¹¹ For Norges Bank har svaret vært å legge større vekt på produksjon og sysselsetting. Horisonten for å nå inflasjonsmålet er forlenget. Pengepolitikken har gradvis blitt mer fleksibel.

Pengepolitikken skal bidra til en stabil pengeverdi. Det gjør den ved å sikre at inflasjonen ligger i et leie noe over null, og uten fare for å komme ut av kontroll. Siden Norge innførte inflasjonsstyring har prisstigningen ligget nær, men i gjennomsnitt noe under, målet på 2,5 prosent. Inflasjonen har hele tiden ligget i et område hvor det er få holdepunkter for å hevde at avvik fra målet har vesentlige samfunnsøkonomiske kostnader.

Betydningen av finansielle markeder og finansiell stabilitet ble, som nevnt, undervurdert før krisen, også av sentralbanker. Finanskrisen avdekket hvor skadelig

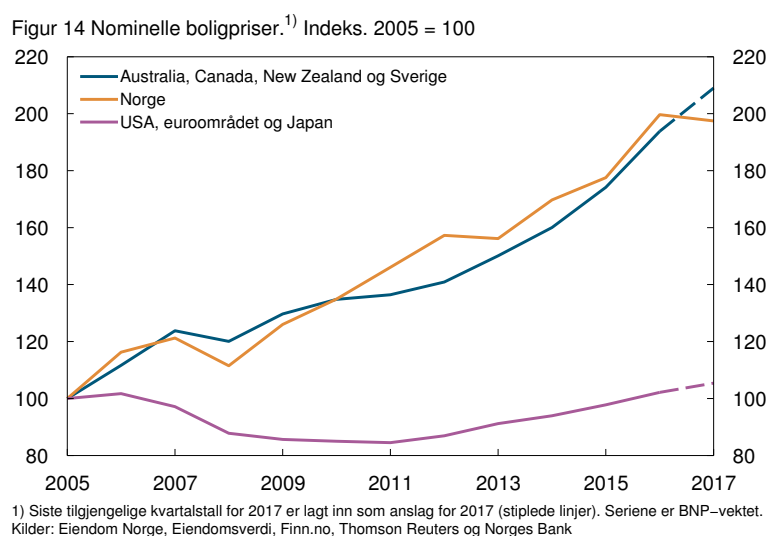
¹¹ Se for eksempel Wheeler G. (2014) «Reflections on 25 years of Inflation Targeting», Reserve Bank of New Zealand, tale holdt 28. november 2014 og Norges Bank (2017) «Erfaringer med pengepolitikken i Norge siden 2001», Norges Bank Memo 1/2017.

ubalanser i det finansielle systemet kan være. Pengepolitikken kan i gitte situasjoner se hen til risikoen for at finansielle ubalanser bygger seg opp. Men pengepolitikken kan ikke ta hovedansvaret for å hindre at det blåser opp til storm.

Denne problemstillingen har vært lite aktuell hos sentralbankene i de største økonomiene det siste tiåret. Der har oppmerksomheten vært rettet inn mot å motvirke et dypere og mer langvarig tilbakeslag og å unngå deflasjon.

I land som ble mindre hardt rammet av krisen, har hensynet til finansiell stabilitet fått større oppmerksomhet. I et høyteknologisk, globalt finansmarked flyttes kapital raskt mellom ulike valutaer. På et handlebord i City i London viskes geografiske avstander bort. Skulle renteforskjellen bli stor, kan utslagene i valutakursen bli betydelige. Det vil igjen slå tilbake på inflasjon, produksjon og sysselsetting. Lave renter i store økonomier som ble hardt rammet av finanskrisen, spredte seg derfor raskt til land hvor konjunktursituasjonen isolert sett skulle tilsi høyere rente. Det var tilfellet for Norge frem til oljeprisen falt. Andre små åpne økonomier har vært i samme situasjon.

Disse landene har importert lav rente, og opplevd sterk vekst i boligpriser og gjeld, se figur 14. For å hindre at ubalanser bygger seg videre opp, har landene innført tiltak for å begrense husholdningenes gjeld. I Norge er det innført strengere krav til bankenes utlån til boligformål. Disse tiltakene har trolig bidratt til den korreksjonen vi har sett i boligprisene.

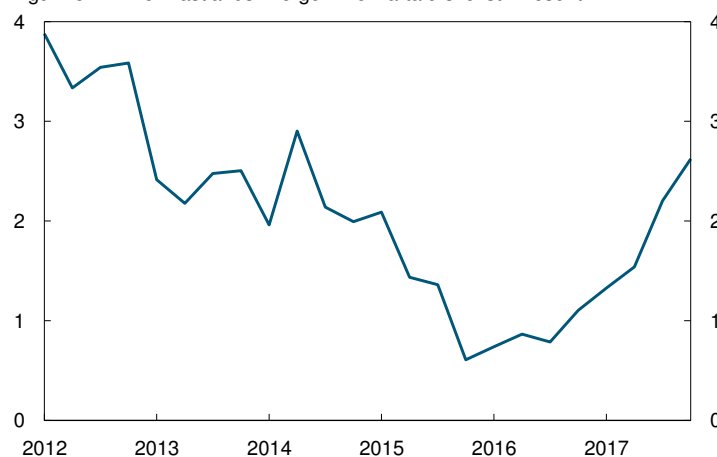


Valutakursen setter en grense for hvor mye rentenivået i Norge kan avvike fra rentenivået ute. Men med en flytende kurs kan pengepolitikken bidra til å stabilisere økonomien når den utsettes for forstyrrelser. I tillegg fungerer kronkursen som en viktig støtdemper. Det så vi sist da oljeprisen falt i 2014. Med tillit til inflasjonsmålet har pengepolitikken kunnet støtte opp under en svakere krone.

Sammen med moderate lønnsoppgjør har svekkelsen av kronen bidratt til en markert bedring i lønnsomhet og konkurransevne for deler av næringslivet. Dette har gitt viktig drahjelp til bedrifter som møter utenlandsk konkurranse. Samtidig har en ekspansiv finanspolitikk og lavere renteutgifter vært viktig for å holde den innenlandske etterspørselen oppe.

I år kan renten bli hevet for første gang på 7 år – det er et godt tegn. To år etter at konjunkturbunnen i Norge ble nådd, har veksten i økonomien fått godt feste og ledigheten nærmer seg et normalt nivå, se figur 15. Drahjelpen fra utlandet er blitt sterkere, og eksporten er i ferd med å ta seg opp. Samtidig er optimismen tilbake i oljenæringen. Flere store utbyggingsprosjekter vil de neste årene bidra til at oljeinvesteringene på nytt kan øke.

Figur 15 BNP for Fastlands-Norge. Firekvartalersvekst. Prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Med økt aktivitet i økonomien ligger det an til at inflasjonen etter hvert tar seg opp. Men vi skal samtidig være forberedt på at effektene av den teknologiske utviklingen og en mer sammenvevd verdensøkonomi kan bidra til å dempe veksten i priser og lønninger også fremover.

I pengepolitikken avveier Norges Bank utsiktene for inflasjonen mot utviklingen i produksjon og sysselsetting. Er inflasjonen lav samtidig som veksten i økonomien er god og ledigheten holder seg lav, kan hensynet til inflasjonen og hensynet til realøkonomien trekke i hver sin retning. I denne situasjonen vil vi være mindre bekymret for lav inflasjon enn hvis utsiktene for realøkonomien også var svake. Vi kan da velge å bruke lengre tid på å få inflasjonen opp mot målet. Dette gjelder særlig dersom renten allerede er lav og det er tegn til at finansielle ubalanser bygger seg opp.

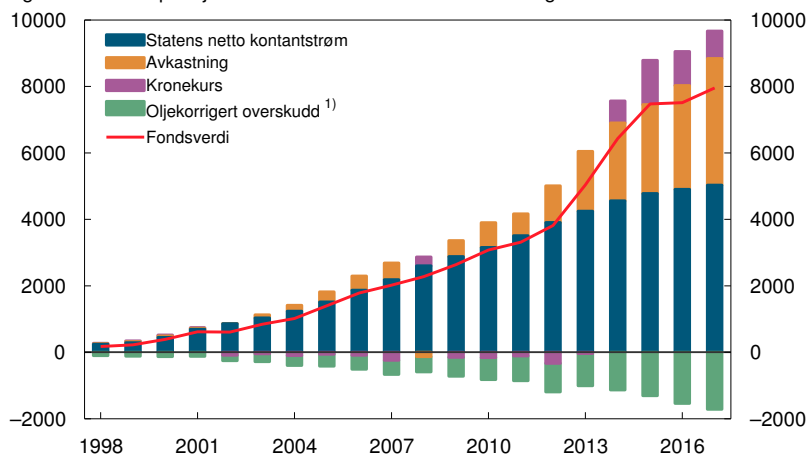
Fleksibel inflasjonsstyring innebærer at pengepolitikken kan gi viktige bidrag i konjunkturstyringen. Vi kan reagere raskt i rentesettingen når økonomien utsettes for forstyrrelser, som i 2008 og i 2014. Pengepolitikken kan likevel ikke ha et hovedansvar for produksjon og sysselsetting. Nivået på den økonomiske aktiviteten avhenger av den samlede økonomiske politikken, herunder lønns- og inntektsdannelsen, skatte- og trygdesystemet og arbeidsmarkedets virkemåte. I dette bildet er pengepolitikken bare én av flere brikker.

NORGE SOM FINANSIELL INVESTOR

Mens høy offentlig gjeld i mange land har gjort det vanskelig å møte nedgangstider, har Norge vært i en heldig posisjon. Vi har bygget opp et av verdens største fond på statens hånd. Det har gitt handlingsrom i finanspolitikken, både under finanskrisen og i etterkant av oljeprisfallet i 2014. Det første innskuddet på knappe 2 milliarder kroner ble satt inn på konto i Norges Bank i 1996. Siden da har verdien av fondet steget til nær tre ganger BNP for Fastlands-Norge. Verdien av fondet er nå om lag 8 000

milliarder kroner, se figur 16.¹² Midlene er plassert i aksjer, obligasjoner og eiendom i utlandet. Oppbyggingen av kapital i oljefondet har gjort Norge til en betydelig investor på det globale kapitalmarkedet.

Figur 16 Statens pensjonsfond utland. Milliarder kroner. Til og med 3. kvartal 2017



1) Inkludert avvik som skyldes ulik regnskapførsel mellom statsregnskapet og Norges Banks regnskap. Det akkumulerte avviket varierer mellom 5 og 41 mrd. kroner.
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Gjennom perioder med høye olje- og gassinntekter er fondet tilført store midler. Statens samlede netto kontantstrøm fra aktiviteten på sokkelen siden 1996, beløper seg til rundt 5 000 milliarder kroner.

Kapitalen i fondet har kastet godt av seg. Over tid summerer avkastningen seg til mer enn 3 800 milliarder kroner.¹³ Siden 2014 har også svekkelsen av valutakursen bidratt til at verdien av fondet målt i norske kroner har økt betraktelig. Det påvirker imidlertid ikke fondets internasjonale kjøpekraft.

De grønne søylene i figuren viser uttaket fra fondet, som er brukt til å dekke det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet.

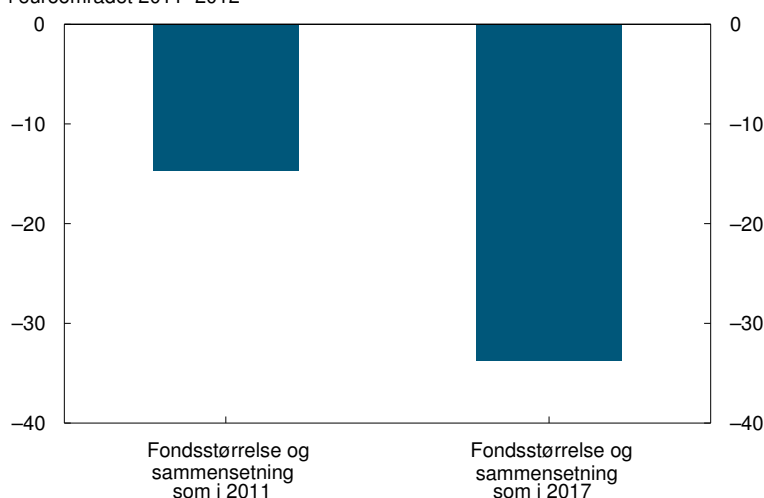
Både avkastning og valutakurs varierer over tid. De siste årene har vi særlig tjent godt på høyere aksjepriser. Men det betyr også at vi må være forberedt på at fondet kan tape verdier når markedene snur.

Går vi noen år tilbake, til 2011, preget gjeldskrisen i euroområdet finansmarkedene. Avkastningen i oljefondet var negativ. Den svake avkastningen ga et tap i fondsverdien som tilsvarte 15 prosent av BNP for Fastlands-Norge, se figur 17. Men fallet var ikke større enn hva vi må forvente i ett av seks år basert på historiske erfaringer.

¹² Ved utgangen av 3. kvartal 2017 var fondets verdi 7 952 milliarder kroner.

¹³ Ved utgangen av 3. kvartal 2017 var akkumulert avkastning 3 814 milliarder kroner.

Figur 17 Illustrasjon på fall i fondsverdien.
Verdifall i prosent av BNP Fastlands-Norge gitt avkastning som under gjeldskrisen i euroområdet 2011–2012 ¹⁾



1) Sammensetningen mellom obligasjoner og aksjer er 40 – 60 for 2011 og 30 – 70 for 2017. Avkastningen på de to aktivklassene er representert ved fondets referanseindekser, målt i utenlandsk valuta, for perioden fra og med juni 2011 til og med mai 2012.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

I dag er fondet langt større enn i 2011. Dermed vil svingninger i avkastningen slå kraftigere ut. Med dagens størrelse og sammensetning ville en avkastning som i 2011 gitt et tap på nesten 1 000 milliarder kroner, eller nær 35 prosent av BNP for Fastlands-Norge.

Fondet er blitt viktig for norsk økonomi. Gjennom handlingsregelen er finanspolitikken knyttet opp til utviklingen i fondskapitalen. I år ligger det an til at overføringen fra fondet vil finansiere 15 prosent av utgiftene i offentlig forvaltning. Fremover vil bevegelser i internasjonale kapitalmarkeder være den største kilden til at verdien av fondet varierer, og tidvis i negativ retning. Den faktiske innretningen av budsjett-politikken må ta høyde for denne usikkerheten.

For fondets del ble eurokrisen etterfulgt av flere gode år. Markedene snudde, og tapet ble raskt mer enn reversert. Vi kan ikke belage oss på at denne historien alltid gjentar seg.

AVSLUTNING

La meg avslutte. Internasjonal økonomi ser omsider ut til å kunne friskmeldes, etter en langvarig svekkelse som oppsto etter finanskrisen. Her hjemme har også veksten tatt seg godt opp, etter nedgangen som fulgte i kjølvannet av oljeprisfallet. Solide finansielle muskler på statens hånd har hjulpet godt. En selvstendig og fleksibel pengepolitikk har kunnet understøtte nødvendige omstillinger i norsk økonomi.

Norges Banks oppdrag er å sikre et velfungerende pengevesen. At vi lykkes med det, er en grunnleggende forutsetning for at økonomien skal kunne fungere effektivt. Betalinger skal kunne gjennomføres trygt og raskt. I tillegg skal folk ha tillit til at pengeverdien ikke brått endres. Bevaring av pengeverdien, i dag uttrykt gjennom lav og stabil inflasjon, ligger derfor i kjernen av vårt samfunnsoppdrag.

Betalingsystemet er i rask endring. Hva som vil være fremtidens penger og betalingsformer, vet vi ikke. Men sentralbankens hovedoppgave vil ligge fast: Å sørge for tillit til pengeenheten og til pengeverdien. Alltid – uansett!