

ØKONOMISKE PERSPEKTIVER

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

TORSDAG
18. FEBRUAR
2016

INNLEDNING

Senhøstes 1857 forlot et dampskip Christiania med kurs for Hamburg. Frakten bestod av sølv fra Norges Bank som skulle deponeres i et av Hamburgs finanshus. Til sammen ble 20 tonn sølv til en verdi av 800 000 spesidaler sendt sørover i løpet av få måneder. Der skulle det tjene som sikkerhet for at papirer utstedt av Norges Bank kunne løses inn i sølv. Ingen skulle være i tvil om at en norsk spesidaler var verdt sin påskrevne sølvverdi.

Noen uker før var Europa blitt rammet av finanskrisen. Norges Bank grep inn for å forsvare tilliten til landets valuta. Banken var tro mot det samfunnsoppdraget den hadde fått 40 år tidligere.

I år er det 200 år siden Norges Bank ble opprettet. Gjennom Grunnloven hadde Stortinget tatt kontroll over pengevesenet. Med etableringen av Norges Bank i 1816 fikk myndighetene et redskap for å sikre tilliten til landets betalingsmidler. Norges Bank fikk monopol på å utstede sedler, men sølvbeholdningen satte grensen for hvor mye penger som kunne være i omløp.

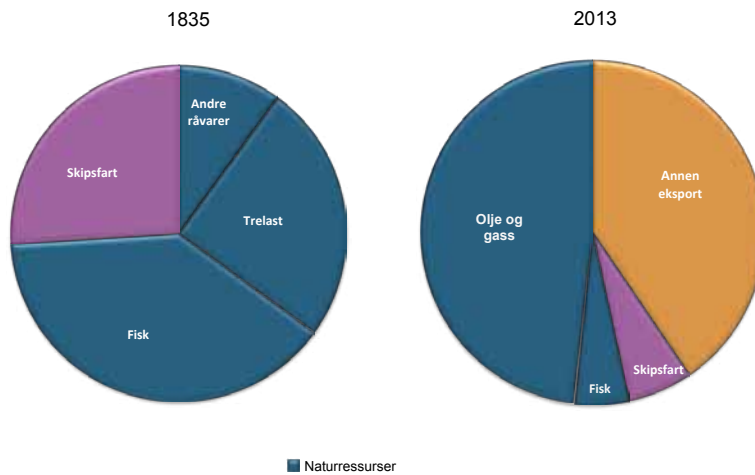
Organiseringen av pengevesenet var inspirert av seddelbankene som hadde vokst frem i Europa siden slutten av 1600-tallet. Én dyrekjøpt lærdom var særlig viktig: Banken skulle holde konge og regjering på armlengdes avstand og ikke yte kreditt til statsmyndighetene. Kontroll med seddelpressen skulle legge grunnlaget for økonomisk stabilitet og hindre uhemmet seddeltrykking for å finansiere kongens utgifter.

200 år senere er pengepolitikkenes viktigste oppgave fortsatt å ivareta pengeverdien. Ansvar for å gjennomføre politikken er delegert til Norges Bank. Men nå er det veksten i konsumprisene som skal stabiliseres, ikke pengenes verdi mot edelt metall. På andre områder er bankens rolle endret. Norges Bank har gått fra å være landets eneste bank, til å bli bankenes bank. Med det fulgte nye oppgaver. Sentralbanken skal også bidra til robuste finansmarkeder. Kjernen i landets betalingssystem ligger i denne bygningen.

200 ÅR SOM SENTRALBANK I EN LITEN, ÅPEN ØKONOMI

På 200 år er norsk økonomi endret. Tidlig på 1800-tallet jobbet rundt åtte av ti innen landbruk og fiske. I dag er den tilsvarende andelen en av førti. Men vi øyner også viktige fellestrekk. Norge er en liten åpen økonomi, og hendelser ute får konsekvenser her hjemme. Vår handel med utlandet er i stor grad basert på utnyttning av naturressurser, se figur 1. Tidlig på 1800-tallet var vi avhengige av fisk og trelast, i tillegg til skipsfart. De siste årene har salget av olje og gass stått for en stor andel av våre eksportinntekter.

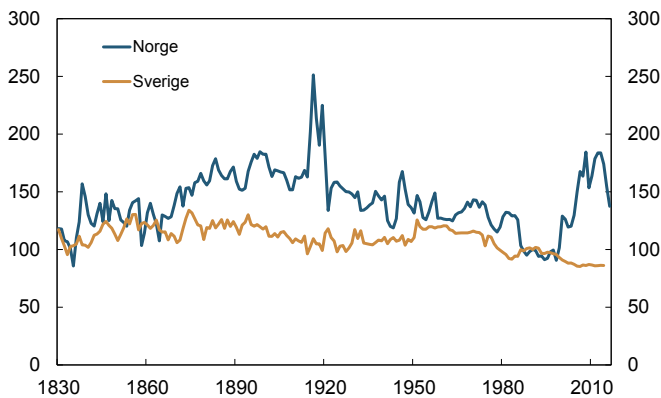
Figur 1 Eksportandeler.
Andel av total eksport. 1835 og 2013



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Schweigaard (1840)

Med et fåtall store eksportnæringer, påvirkes vi i større grad enn våre naboland av endringer i bytteforholdet overfor utlandet, se figur 2. I årene etter årtusenskiftet beveget internasjonale priser seg i vår favør. Oljeprisfallet de siste par årene har endret bildet. Vi kjenner nå på ulempene ved at oljevirkosomheten har fått så stor betydning.

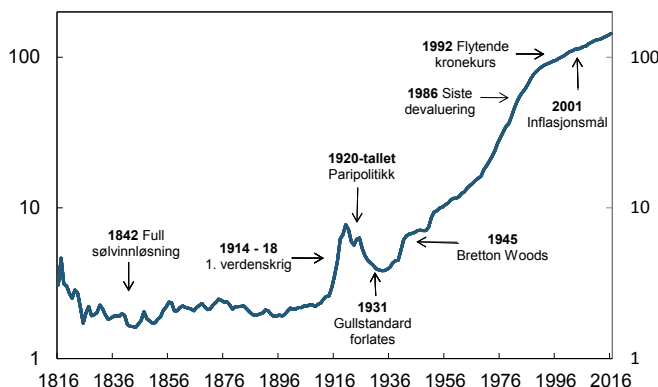
Figur 2 Bytteforholdet mot utlandet.¹⁾
Indeks. 1990=100



1) Forholdet mellom eksport- og importpriser.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statistiska centralbyrån, Sveriges riksbank og Norges Bank

Det er ikke første gang bytteforholdet forverres betraktelig. Det samme skjedde etter første verdenskrig og på 1980-tallet. Begge gangene ble norsk økonomi hardt rammet. Erfaringer fra disse periodene fikk konsekvenser for hvordan pengepolitikken ble innrettet senere. Veien fra den opprinnelige sølvstandarden til dagens inflasjonsmål har ikke vært fri for torner.

Figur 3 Konsumprisindeksen.
Indeks. 1998=100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Pengepolitikken i bankens første 100 år må kunne betegnes som nokså vellykket. Hyperinflasjon og manglende tillit til pengeverdien ga et vanskelig utgangspunkt. Men etter at full sølvinnløsning var etablert i 1842, kunne banken stå ved lovnaden om å honorere egne sedler, først i sølv, deretter i gull. Politikken bidro til stabile priser, se figur 3. Perioden betegnes som de trygge pengenes storhetstid.

Stabiliteten fikk en brå slutt med utbruddet av første verdenskrig. Krigen ga høye inntekter for skipsfarten og en spekulasjonsøkonomi med sterk vekst i kreditt og formuespriser. Innretningen av pengepolitikken bidro ikke til å dempe utviklingen. Pengemengden økte sterkt, og prisveksten skjøt i været. Prisenivået ble mer enn doblet fra 1914 til 1918.

Etter krigen gikk eksporten tilbake, og kronen falt til om lag det halve av den lovpålagte vekslingskursen. Økonomien var samtidig preget av bankkrise og nedgangs-konjunktur. Det ga et dilemma i pengepolitikken. Den rådende oppfatningen var likevel at kronen måtte tilbake til pari kurs.

Det ble Nicolai Rygg som fikk i oppdrag å sørge for dette. Den aktive deflasjonspolitikken ble kostbar. Men Rygg sto fast på at konsekvensene ved å bryte løftet fra 1816 om stabil pengeverdi ville være mer alvorlige.

«De besværligheter som følger med overgangen til de normale, lovmessige forhold er forbigående. Ingen kan lukke øinene for at de er meget alvorlige. Men folkets liv er evig, og det gjelder her en avgjørelse med betydning gjennom slektene».

Slik ordla Rygg seg under det tilsvarende arrangementet som dette, i 1927.

Året etter, i 1928, var paripolitikken i mål. Konsumprisene hadde falt med mer enn 40 prosent siden 1920. Men gullinnløsningen skulle vare i bare tre år. Som en følge av den internasjonale depresjonen avskaffet Storbritannia gullstandard, og Norge fulgte etter.

Etter andre verdenskrig skjedde det et betydelig skifte i den økonomiske politikken. Direkte reguleringer og en aktiv finanspolitikk ble ansett som mer effektive virkemidler enn renten, også for å sikre prisstabilitet. Dette var en internasjonal trend, men

få steder fikk den nye tankegangen større gjennomslag enn i Norge. Det negative ettermålet til paripolitikken bidro til det.

I praksis var det nå regjeringen som fastsatte renten. Hovedprinsippet var at den skulle holdes lav. Norges Banks diskontorente ble satt til 2,5 prosent i 1946 og bare endret én gang i løpet av de neste 23 årene.¹ Kreditten skulle styres til politisk prioriterte formål og holdes i sjakk gjennom reguleringer og valutakontroll.

Styringssystemet begynte etter hvert å slå sprekker. På 1970-tallet opplevde Norge i likhet med mange andre land at inflasjonen kom ut av kontroll. Her hjemme fulgte tiltakspakker, pris- og lønnsstopp og devalueringer. Men dette viste seg som lite effektive virkemidler. Den høye inflasjonen hadde bitt seg fast.

Det måtte en kursendring til før inflasjonen kom ned. Oljeprisfallet i 1986 førte til at lavrentepolitikken ble forlatt. Ansvar for gjennomføringen av pengepolitikken ble i større grad overlatt til Norges Bank. Med friere internasjonale kapitalbevegelser måtte rentenivået økes betydelig for å forsvare kronekursen.

I perioden som fulgte gikk norsk økonomi gjennom en tøff kur. Arbeidsledigheten nådde de høyeste nivåene siden mellomkrigstiden, og banknæringen fikk store problemer. Utfordringene med å føre fastkurspolitikk i en oljeøkonomi ble stadig tydeligere. I 1992 gikk Regjeringen bort fra det konkrete målet for kronekursen. Pengepolitikken skulle fortsatt sikte mot en stabil valutakurs, men fraværet av en klar og etterprøvable målsetting var en svakhet.

Internasjonalt var et nytt pengepolitisk regime på fremmarsj. Utover på 1990-tallet fikk flere sentralbanker i oppdrag å styre mot lav og stabil inflasjon.

Innføringen av inflasjonsmålet i 2001 var en viktig milepæl for Norges Bank. Det ga pengepolitikken et effektivt nominelt anker i en verden med frie kapitalbevegelser. Inflasjonen hadde vært under kontroll siden tidlig på 1990-tallet. I årene som har gått, er tilliten til pengeverdien ytterligere styrket.

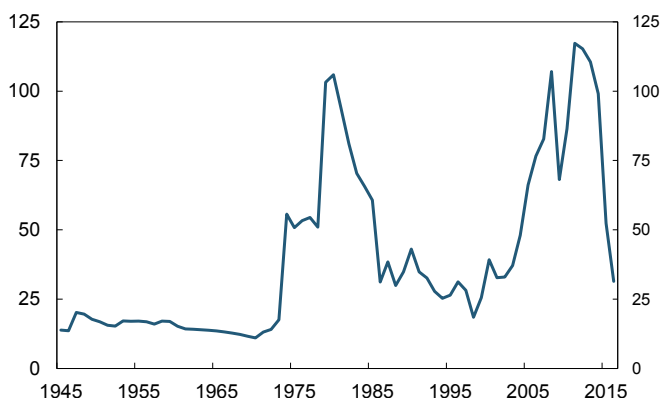
OMSTILLINGER I NORSK ØKONOMI

De 15 første årene med inflasjonsmål har vært preget av en økonomi i særstilling. Men oppturen kunne ikke vare evig. Det markerte fallet i oljeprisen siden sommeren 2014 betyr at økonomien vil bli satt på prøver fremover, se figur 4. Økonomisk sett har vi hatt en usedvanlig lang sommer. Nå kommer vinteren.

Norsk økonomi er godt rustet til å håndtere utfordringene. Forsvarsverkene i den økonomiske politikken er langt bedre utviklet enn da oljeprisen falt på midten av 1980-tallet.

¹ Norges Bank: Historisk monetær statistikk for Norge. <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Historisk-monetarstatistikk/>

Figur 4 Oljepris.
 2016-dollar per fat

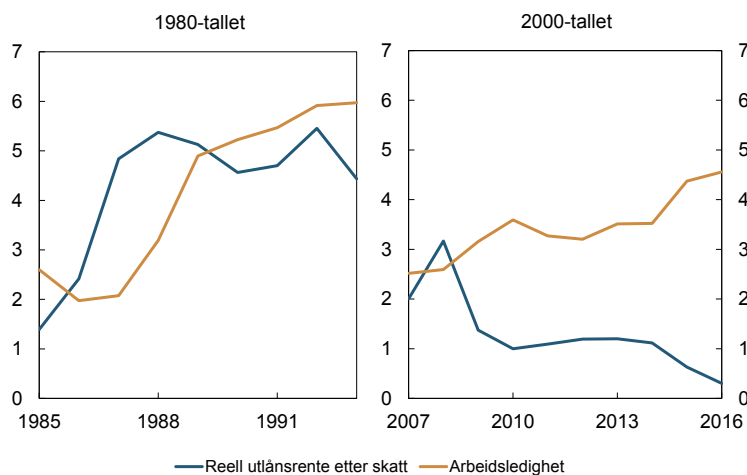


Kilder: BP og Thomson Reuters

Den gangen brukte vi i stor grad de løpende oljeinntektene over statsbudsjettet. Oljeprisfallet førte til en markert budsjettinnstramning. Nå har vi oppsparte midler som tilsvarer mer enn fem statsbudsjett.

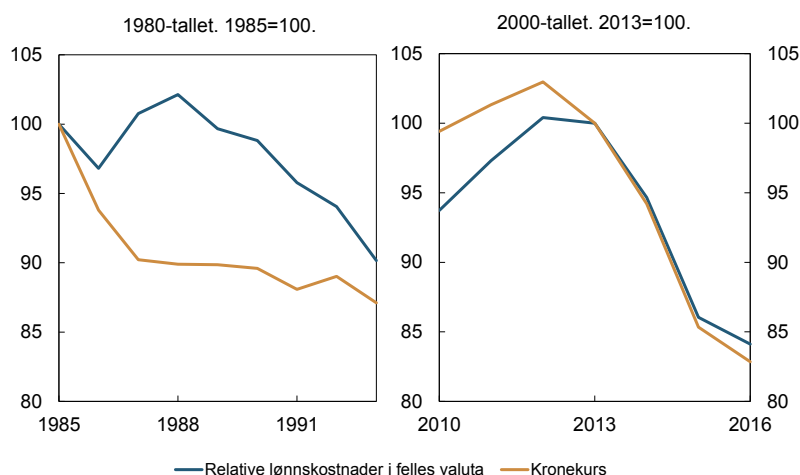
På 1980-tallet hadde bankene lite egenkapital. Flere gikk over ende etter hvert som utlånstapene meldte seg. Det forsterket nedturen. De siste årene har bankreguleringen blitt styrket. Bankene har mer kapital å tære på. Det bidrar til at de kan fylle rollen som kapitalformidlere også i en nedgangstid.

Figur 5 Utlånsrenter og arbeidsledighet¹⁾.
 Prosent



¹⁾ AKU-ledighet
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Mot slutten av 1980-tallet nådde både renter og arbeidsledighet høye nivåer samtidig, se figur 5. Det er lite sannsynlig at det vil skje på nytt. Siden inflasjonsmålet ble innført, har pengepolitikken kunnet fungere motsyklisk. Når inflasjonen er godt forankret, skal pengepolitikken også innrettes mot å stabilisere produksjon og sysselsetting. Inflasjonen har vært lav og stabil i et kvart århundre. Det nyter vi nå godt av.

Figur 6 Kronekurs og lønnskostnader.
Indeks

Kilder: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) og Norges Bank

Oljeprisfallet på 1980-tallet førte til et betydelig underskudd i utenriksøkonomien. Konkurransesevnen måtte bedres. I mai 1986 ble kronekursen skrevet ned med rundt ti prosent, se figur 6. Men etter en lang rekke devalueringer i årene før, var troverdigheten lav. Gevinsten ble kortvarig. Inflasjonen og lønnskostnadene skjød i været. Først etter flere år med høy arbeidsledighet kom det relative lønnsnivået ned.

Underskuddet i utenriksøkonomien ble snudd til overskudd. Norsk økonomi vokste ut av lavkonjunkturen, godt hjulpet av vekstimpulser både fra utlandet og fra egen oljesektor under oppbygging.

Denne gangen kan vi ikke regne med slik drahjelp. Fremover vil norsk økonomi trenge flere ben å stå på. Det er tid for omstilling.

En nødvendig justering av kostnadsnivået kan skje på to måter; enten gjennom lavere lønnsvekst enn i andre land eller ved svakere kronekurs.

I løpet av de siste par årene har kronekursen falt mer markert enn på 1980-tallet. Og denne gangen har en svakere krone hatt gjennomslag i relative lønnskostnader, regnet i felles valuta. I løpet av kort tid er mer enn et tiår med særnorsk kostnadsvekst visket ut.

Hovedansvaret for utviklingen i relative lønninger ligger hos partene i arbeidslivet. Skal forbedringen av konkurranseevnen vare ved, må norske lønnstakere være forberedt på flere lønnsoppgjør uten vesentlig bedring i kjøpekraften. Det vil gjøre det lettere å bygge opp en større konkurranseutsatt sektor utenom oljevirkomheten. På sikt gir det flere levedyktige arbeidsplasser.

Kronesvekkelsen bidrar til at omstillingsprosessen er i gang. Etter et tiår med høyere vekst i importen enn i eksporten fra fastlandet, øker eksporten nå sterkest. Reiselivs-næringen er en av flere næringer som opplever bedre tider. Flere eksportbedrifter varsler også om høyere investeringer i 2016. Det åpner for økt produksjon og større markedsandeler.

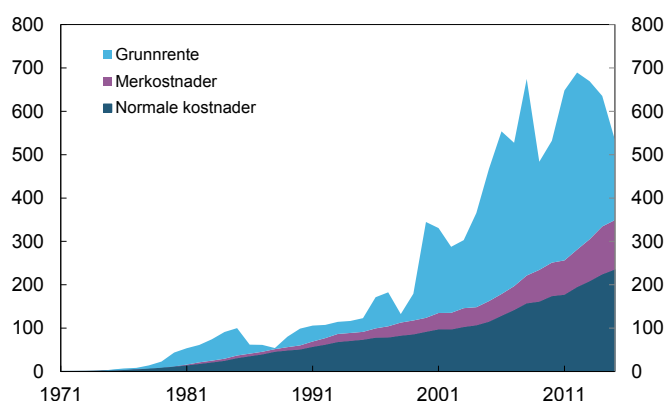
Bedrifter som leverer til oljevirkomheten, nyter også godt av en svakere krone. Så langt har rundt 75 prosent av kontraktene i Johan Sverdrup-utbyggingen gått til norske

selskaper.² Andelen er klart høyere enn det som har vært vanlig i feltutbygginger de seneste årene.

For oljeleverandørene er det likevel det markerte fallet i etterspørselen fra oljeselskapene som dominerer.

Både oljeselskapene og leverandørnæringen må nå omstille seg. Mye tyder på at kostnadsnivået i mange ledd fulgte oljeprisen opp. Høye priser har virket som en sovepute. Overskuddet i petroleumsvirksomheten har likevel vært høyt.

Figur 7 Inntekter fra petroleumsvirksomheten¹⁾.
Milliarder kroner



1) Grunnrenten er bruttoproduksjonsverdi fratrukket alle kostnader inkludert normalavkastning til kapitalen. Merkostnader er prisvekst på innsatsfaktorer i petroleumsektoren utover tilsvarende prisvekst i Fastlands-Norge.
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Mesteparten av grunnrenten har havnet i statskassen gjennom den særskilte beskatningen av oljevirksomheten, se figur 7. Men ansatte i oljeselskapene, og leverandørbedriftene, har også fått godt betalt. Prisveksten på innsatsvarer og investeringer i petroleumsnæringen har vært vesentlig høyere enn i andre næringer. Merkostnadene har redusert grunnrenten.

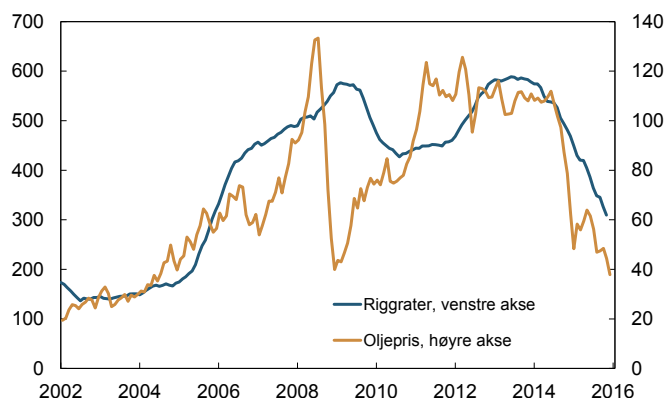
Med dagens oljepriser synes knapt noen av de nye, planlagte utbyggingene å være lønnsomme. Men tidligere kostnadskalkyler ligger ikke fast. Det er ikke bare oljeprisen som faller. Også kostnadsnivået på norsk sokkel er på vei ned.

Dette illustreres kanskje best av utviklingen i riggratene, se figur 8. Ratene fulgte med oljeprisen opp, men har falt i det siste. Samtidig gjennomfører oljeselskapene betydelige reduksjoner i kostnadene. Utbyggingen av Johan Sverdrup er nå lønnsom selv med en oljepris rundt 30 dollar per fat. For Castberg-utbyggingen i Barentshavet er balanseprisen redusert fra over 80 til under 45 dollar per fat.³

² Statoil (2015): Pressemelding 9. desember

³ Statoil (2016): Resultat for fjerde kvartal 2015 og kapitalmarkedsoppdatering 2016

Figur 8 Rigrater og oljepris.
Rigrater i 1000 USD per dag. Oljepris i USD per fat

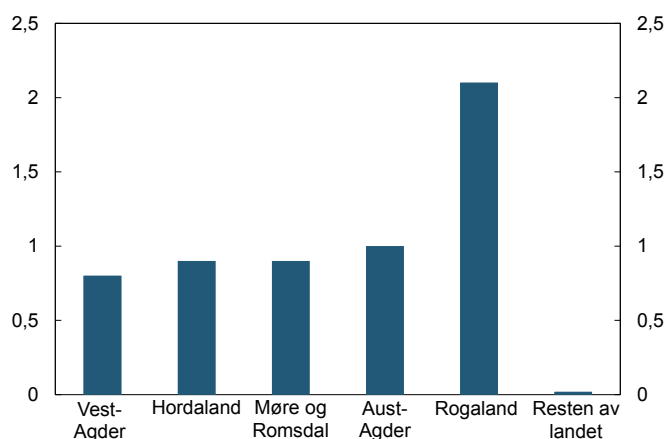


Kilder: Arctic Securities og Thomson Reuters

Oljealderen i norsk økonomi er ikke over. De kjente reservene av råolje er større i dag enn for ti år siden, til tross for at mye er solgt i denne perioden.⁴ Og vi har enda større gassressurser. Foreløpig er kun en tredel av de anslåtte, utvinnbare norske gassressursene produsert.⁵ Prisene på olje og gass vil ha stor betydning for hvor mye som vil bli hentet opp. De kan vi gjøre lite med.

Vår oppgave er å gjøre utvinningen på norsk sokkel mest mulig effektiv. Potensialet er trolig ikke uttømt. Økt produktivitet og lavere kostnader i oljevirkomheten vil bidra til å holde aktiviteten på norsk sokkel oppe. Det vil over tid også komme leverandørnæringen til gode. Grunnrenten bør i størst mulig grad tilfalle fellesskapet.

Figur 9 Endring i arbeidsledighet.
Endring fra januar 2015 til januar 2016. Prosentpoeng



Kilde: NAV

Norge har i mange år hatt høy sysselsetting. Sammenliknet med andre land har arbeidsledigheten vært lav. I kampen om den tilgjengelige arbeidskraften har oljeselskapene og leverandørbedriftene trukket det lengste strået. Situasjonen er nå endret.

⁴ Oljedirektoratet (2015): Evaluering av reservetilvekst for olje i perioden 2005-2014

⁵ Oljedirektoratet og Olje- og energidepartementet: www.norskpeteroleum.no (ressursgrunnlaget)

Arbeidsledigheten øker. Oljenære områder, som lenge har nytt godt av oppturen, rammes hardt, se figur 9. Nedturen er smertefull for mange.

Vi er likevel langt unna en tilsvarende situasjon som på 1980-tallet. Da gikk norsk økonomi inn i en dyp krise. Men vi må regne med at arbeidsledigheten vil holde seg høyere enn vi har vært vant til de siste årene. Det går raskere å avvikle virksomheter enn å bygge nytt. Omstillinger tar tid.

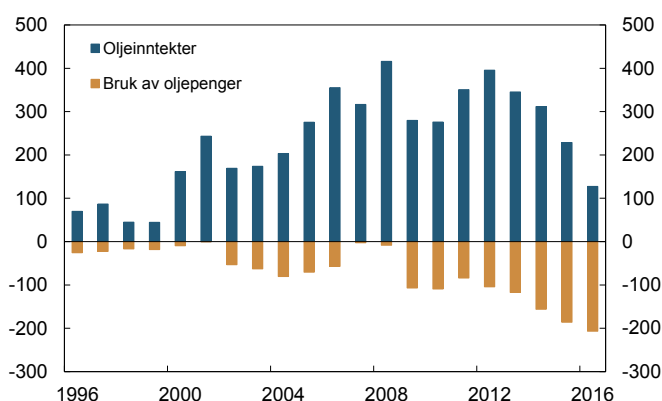
Omstillingene må ha sitt utspring i næringslivet. Den økonomiske politikken kan kun legge til rette for denne prosessen.

Pengepolitikken kan bidra til å lette omstillingen ved å understøtte en svakere kronkurs og dermed fremskynde tilpasningen til et lavere kostnadsnivå. I tillegg bidrar lavere renteutgifter til inntektsvekst for mange husholdninger. Vi har fortsatt handlingsrom i pengepolitikken.

Når arbeidsledigheten øker, slik vi nå opplever, kan det også være riktig å utnytte handlingsrommet vi har i finanspolitikken. Vi må unngå at nedgangen i produksjon og sysselsetting blir selvforsterkende og dermed større enn nødvendig. Men økt oljepenggebruk bør i hovedsak finansiere midlertidige grep som er enkle å reversere. Finanspolitikken må også ta hensyn til at lavere oljepris betyr mindre penger å rutte med på lengre sikt.

De siste årene har vi omsatt store mengder olje og gass til gode priser. Tilførselen til statens sparekonto har vært betydelig. Dette bildet er nå vesentlig endret. Blir oljeprisen værende rundt dagens nivå, reduseres statens inntekter betraktelig. Nåverdien av de fremtidige inntektene kan i så fall anslås til under en fjerdedel av dagens fond.⁶ Det betyr at mesteparten av Statens samlede oljeformue allerede kan være plassert i oljefondet.

Figur 10 Statens oljeinntekter og bruk av oljepenger.
Milliarder kroner

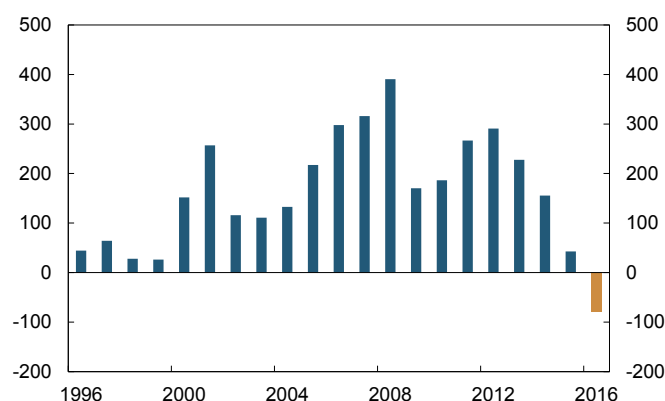


Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Fjoråret kan bli stående som det siste året med netto avsetning til fondet. Allerede da budsjettet for 2016 ble lagt frem, var det utsikter til at bruken av oljepenger ville bli høyere enn inntektene fra oljevirkosomheten, se figur 10.

⁶ Anslaget er basert på virkningsberegninger i Nasjonalbudsjettet 2016 (s.31), med en anslått langsiktig oljepris på 400 2016-kroner per fat

Figur 11 Tilførsel til Statens pensjonsfond utland.
Milliarder kroner



Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Med dagens oljepris, kan det i år bli nødvendig å bruke om lag 80 milliarder kroner av avkastningen på oljefondet for å dekke underskuddet på statsbudsjettet, se figur 11.⁷

I løpet av tre år har bruken av oljepenger økt like mye som i de ti foregående årene. I budsjettet for 2016 anslås bruken av oljeinntekter til over syv prosent av BNP for Fastlands-Norge. Samtidig er bruken fortsatt godt under fire prosent av fondsverdien, som er den antatte – men svært usikre – realavkastningen. 4-prosentbanen fungerer ikke lenger som en effektiv rettesnor for budsjettpolitikken.

Lavere oljepriser innebærer at vi som nasjon er blitt fattigere. Oljefondet kan være nær toppen. Avkastningen på kapitalen fremover er også usikker. Da er det over tid ikke en farbar vei å øke pengebruken.

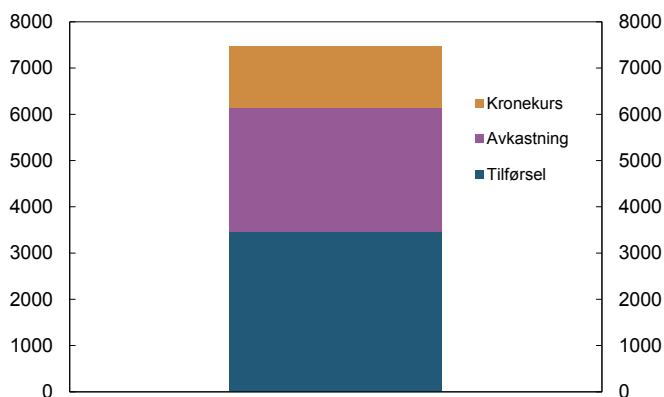
FORVALTNINGEN AV OLJEFONDET

I år er det 20 år siden finansminister Sigbjørn Johnsen foretok det første innskuddet i Statens petroleumsfond, som var det treffende navnet på Statens pensjonsfond utland den gangen.

Siden oppstarten har fondet blitt tilført 3 500 milliarder kroner, se figur 12. Kapitalen i fondet har vokst til nær det dobbelte, tilsvarende rundt 1,3 millioner kroner per innbygger. Avkastningen av investeringene utgjør en betydelig del, over en tredel, av fondskapitalen. De aller fleste årene har Norges Banks forvaltning gitt en meravkastning i forhold til gjennomsnittsinvestoren. Mønsteret er trolig for tydelig til å skyldes tilfeldigheter.

⁷ Anslaget er basert på virkningsberegninger i tabell 2.4 i Nasjonalbudsjettet 2016, med en anslått oljepris på 270 kroner per fat i 2016

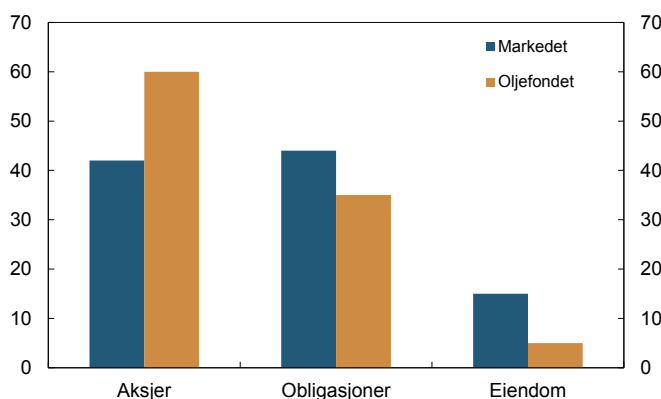
Figur 12 Statens pensjonsfond utland.
Milliarder kroner. Per 31. desember 2015



Kilde: Norges Bank

Alle sentrale variable som er avgjørende for fondets resultater på lang sikt, er fastsatt av Finansdepartementet og forankret i Stortinget. Det er slik det må være. Pengene tilhører det norske folk. Norges Banks oppgave er å forvalte pengene. I tillegg gir vi råd til Finansdepartementet om videreutvikling av strategien.

Figur 13 Investeringsklasser.
Andeler av total markedsverdi. Prosent



Kilder: FTSE, Barclays, DTZ og Norges Bank

For å oppnå avkastning, må man ta risiko. Som en langsiktig investor er oljefondet særlig godt rustet for å tåle kortsiktige svingninger i verdipapirmarkedene. Dette er bakgrunnen for valget av en forholdsvis høy aksjeandel i fondet på 60 prosent, se figur 13. Tilbakevektning av fondet mot en fast aksjeandel innebærer også at fondet har kunnet nyte godt av å handle aksjer når de har vært forholdsvis billige, og selge når de har vært dyre. Det har vært lønnsomt å ha is i magen.

Investeringsmulighetene til fondet er utvidet til å omfatte unotert eiendom. Fondets størrelse og lange tidshorisont gir fortrinn i å erverve og holde store eiendomsinvesteringer. Eiendomsporteføljen har vokst til over 200 milliarder kroner. Fondet er i ferd med å bli en betydelig eiendomsinvestor i flere store byer.

Nylig har Norges Bank anbefalt å øke andelen av fondet plassert i eiendom til mellom fem og femten prosent. Vi er også beredt til å kunne investere i infrastruktur – i utlandet vel å merke. Avkastningen på eiendom og infrastruktur har en tendens til å følge et litt annet mønster enn avkastningen på aksjer og obligasjoner. Investeringer i disse aktivaklassene vil derfor kunne bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet samlet sett.

Ser vi fremover, går det trolig mot et fond med en lavere obligasjonsandel enn dagens vekt på 35 prosent. For en langsiktig investor er dette en fornuftig tilpasning. Det vil samtidig signalisere en vilje fra myndighetenes side til å akseptere betydelige svingninger i avkastning og fondets størrelse, minst på linje med de utslagene man så under finanskrisen.

Selv om en rekke land har betydelige valutareserver, skiller Norge seg ut. I knapt noe annet land forvalter sentralbanken et så stort og bredt sammensatt fond. Resultatene til fondet har vært gode, og styringsmodellen har overlevd hardt vær. Åpenhet, ansvarlighet og trygghet for midlene står i høysetet. Organisasjonen er bygget ut for å håndtere et stadig voksende og mer sammensatt fond.

Endringer i organiseringen av fondet kan komme. Uansett hvilken løsning som velges i fremtiden, må hovedmålet for forvaltningen ligge fast: høyest mulig avkastning, til glede for nålevende og kommende generasjoner. Fondet bør fortsatt være en finansiell investor. Skulle myndighetene vedta å bruke fondet til andre formål, ville det begrense mulighetene for å oppnå god avkastning og dermed også handlingsrommet i statsfinansene.

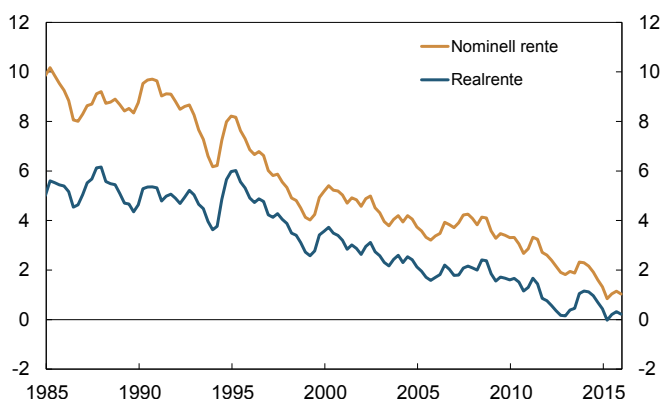
SENTRALBANKER I NYTT OG UKJENT LANDSKAP

Store skift i eksportprisene har ikke vært alene om å skape utfordringer for norsk økonomi opp gjennom historien. Finansuro og bankkriser har vært en annen kilde.

Sentralbanker har en særskilt rolle når det oppstår uro i finansmarkedene. Bankenes bank skal da tre inn som utlåner i siste instans. Første gang Norges Bank påtok seg den rollen, var i forbindelse med Kristianiakrakket i 1899 – vår første gjeldsdrevne eiendomsboble. Da den siste finanskrisen traff oss i 2008, ble våre evner på dette området testet på nytt. Tilgangen på kortsiktig finansiering stoppet opp. Det rammet også norske banker. Norges Bank måtte trå til med likviditetsstøtte, og staten iverksatte ekstraordinære tiltak for å sikre det finansielle systemet.

De realøkonomiske konsekvensene av finanskrisen ble kortvarige hos oss. Andre land har hatt det tyngre. Etter finanskrisen har pengepolitikken internasjonalt blitt strukket langt for å få økonomiene på fote og holde prisveksten over null. I mange land er veksten fortsatt svak. Det illustrerer kjente trekk ved finanskriser: Nedgangen i økonomien i etterkant kan bli dyp, og det kan ta lang tid å snu den negative trenden. I flere land har manglende bidrag fra andre politikkområder gjort jobben ekstra krevende.

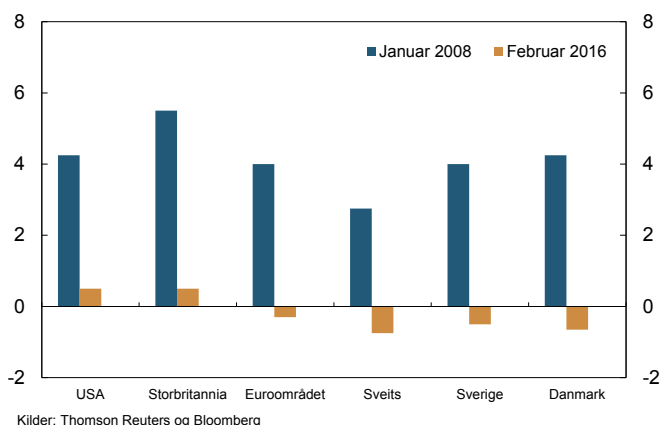
Figur 14 Internasjonale renter.
Langsiktige renter. 14 OECD-land¹⁾. Prosent



1) Uvektet gjennomsnitt.
Kilde: OECD

Verdensøkonomien har i nyere tid aldri gått gjennom en så lang periode med så lave renter som nå, se figur 14. Rentenivået var på vei ned lenge før krisen i 2008 brøt ut. Bak dette ligger en langvarig nedgang i langsiktige realrenter. Nedgangen skyldes strukturelle endringer som har svekket vekstevnen i mange økonomier; lav produktivtetsvekst og svakere vekst i arbeidsstyrken.

Figur 15 Styringsrenter.
Effektive styringsrenter. Prosent.



Kilder: Thomson Reuters og Bloomberg

I kjølvannet av finanskrisen har allerede lave renter kommet enda lenger ned, se figur 15. Sentralbanker har gjennomført store reduksjoner i styringsrenten for å motvirke nedgangen.

Men rommet for ytterligere kutt i renten ble gradvis oppbrukt. I denne situasjonen har sentralbanker vist evne til å tenke nytt. De har handlet verdipapirer i stor skala. Kjøpene har bidratt til en videre nedgang i lange renter. I tillegg er en barriere brutt. I flere land er styringsrenten nå negativ.

Virkingen av negative styringsrenter på økonomien kan komme gjennom lavere bankrenter og svakere valutakurs. Det er velkjente kanaler. Men effekten av nye rentekutt kan svekkes når renten kommer under null.

Én viktig grunn er at banker vegrer seg for å sette negative innskuddsrenter, særlig for husholdninger. For mange privatkunder vil det koste lite å bytte ut bankinnskudd med kontanter. Holder bankene igjen på innskuddsrentene, er det begrenset hvor mye utlånsrentene kan falle før bankenes inntjening blir redusert. Det gjør at lavere styringsrente kan få mindre virkning på utlånsrentene enn normalt. Gjennomslaget av pengepolitikken svekkes.

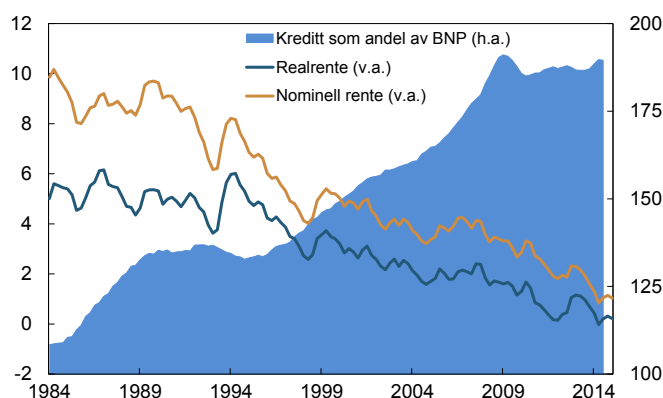
Det siste året har prisveksten kommet nær nullstreken hos flere av våre handelspartnere. Mens pengepolitikkenes viktigste bidrag i mange år var å hindre høy inflasjon, er dagens oppgave å hindre at den faller for langt ned. Sentralbanker er i et nytt terreng.

En periode med lav inflasjon trenger ikke være et problem så lenge tilliten til inflasjonsmålet ikke glipper. Men stadig lavere inflasjon kan skape en farlig spiral når rommet for ytterligere rentekutt er nær oppbrukt. For hvert hakk forventningene til fremtidig inflasjon faller, øker realrenten. Det virker kontraktivt på økonomien.

Frykten for fallende inflasjonsforventninger har ledet sentralbanker til nye rentekutt og ukonvensjonelle tiltak de siste årene. Flere har begrunnet de pengepolitiske tiltakene med faren for at en sterkere valutakurs skal senke prisveksten ytterligere.

Hvis rentekutt gir svakere valutakurs, bidrar det til å løfte prisveksten. Men alle land kan ikke få svakere valutakurs samtidig. Sikter mange mot en lav rente for å få opp inflasjonen via en svekket kurs, kan gevinsten utebli, mens renten blir liggende for lavt ut fra andre hensyn.

Figur 16 Renter og kreditt.
14 OECD-land¹⁾. Prosent



1) Uvektet gjennomsnitt. Langsiktige renter og kreditt til privat ikke-finansiell sektor.
Kilder: OECD og Bank for International Settlements (BIS)

Finanskrisen skapte en uvanlig sterk motvind i den globale økonomien. Den langvarige nedgangen i lange renter har gått sammen med en kraftig økning i gjeldsnivået i mange land, se figur 16. Foretak, husholdninger og stater har hatt mye gjeld og stort behov for nedbelåning. Investeringsviljen har blitt holdt nede av svake vekstutsikter. Økt usikkerhet i kjølvannet av krisen kan ha dempet viljen til å ta risiko. Resultatet har vært at effekten av rentekutt har vært mindre kraftfull enn tidligere.

I land som var tidlig ute, ser den ekspansive pengepolitikken likevel ut til å ha virket. I USA har oppgangen vart en stund, og ledigheten har kommet ned. Før jul satte den

amerikanske sentralbanken opp renten for første gang på ni år. I Europa er imidlertid den økonomiske oppgangen fortsatt nølende, og i fremvoksende økonomier er veksten avtakende. Siden starten av året har internasjonale finansmarkeder vært preget av betydelig uro. Det skyldes nok økt usikkerhet om den videre utviklingen i verdensøkonomien.

Trolig er perioden med lave renter langt fra over. Motvinden fra finanskrisen preger fortsatt flere store økonomier. Med både renter og inflasjon nær null er handlingsrommet for pengepolitikken begrenset. Sentralbanker vil ha lite å stå i mot med dersom en ny nedgang inntreffer. Andre politikkområder må da ta et større ansvar.

ET SOLID FINANSSYSTEM OVER TID

Utsikter til vedvarende lave renter vil kunne skape utfordringer for den finansielle stabiliteten. Lave renter stimulerer fortsatt gjeldsoppbygging. Det gjør økonomiene sårbare for forstyrrelser.

På samme vis som pengepolitikken utgjør førstelinjeforsvaret i konjunkturstyringen, må reguleringer og tilsyn med finansinstitusjoner være førstelinjeforsvaret for den finansielle stabiliteten.

Det er ikke tilstrekkelig at hver enkelt bank fremstår som solid. Banker er tett vevd sammen. De henter finansieringen fra felles kilder og har store deler av utlånene i de samme markedene. Høy utlånsvekst kan skape finansielle ubalanser som slår tilbake på alle. Risikoen i systemet som helhet, er derfor langt større enn risikoen i enkeltbanker.

Finanskrisen viste hvor galt det kan gå når risikoen som oppstår i finanssystemet som helhet, vies for lite oppmerksomhet. Derfor er bankreguleringen blitt supplert med et makrotilsyn. Virkemidlene som brukes er ikke nye, men bankene pålegges å holde mer egenkapital enn før. Nivået skal være basert på den totale risikoen i systemet. Enkelte av kravene varierer over tid, som for eksempel den motsykliske kapitalbufferen.

Reguleringen av finanssektoren i Norge er tilpasset et internasjonalt regelverk. De siste årene er flere virkemidler tatt i bruk for å dempe risikoen i banksystemet. Den sterke veksten i eiendomspriser og husholdningenes gjeld er blitt møtt med høyere motsyklisk kapitalbuffer og strammere krav til bankenes utlånspraksis. Det er også innført særskilte kapitalkrav for systemviktige banker.

Norske banker har brukt de siste årene med god inntjening og lave utlånstap godt. Bankene har bygget kapital og tilpasset seg nye bufferkrav. Disse vil kunne brukes hvis norsk økonomi igjen skulle gå inn i en kraftig nedgang. Bankene vil da kunne håndtere utlånstap uten å måtte kutte drastisk ned på nye utlån.

Oppbygging av finansielle ubalanser kan være vanskelig å identifisere. Finansielle kriser kan komme raskt og uventet. Når de inntreffer, må bankene være solide. Det meste av reguleringene bør derfor ligge fast over tid. Makrotilsyn kan ikke ha som ambisjon å finstyre utviklingen gjennom syklene. Men når finansiell uro oppstår, må myndighetene være beredt til å handle raskt og samordnet.

I Norge har Finansdepartementet det overordnede ansvaret for makrotilsyn. Det er naturlig at de politiske myndighetene fatter beslutninger om rammeverket og de delene av reguleringene som skal ligge fast. Virkemidler som er ment å variere over tid, kan

med fordel delegeres til en uavhengig myndighet. Det vil sikre gjennomføringsevne og forutsigbarhet over tid.

NORGES BANK

ØKONOMISKE
PERSPEKTIVER
18. FEBRUAR 2016

AVSLUTNING

Etter to tiår som kan beskrives som en gullalder, er norsk økonomi på vei inn i en krevende periode. Vi har hele tiden visst at en langvarig oljedrevet oppgang en gang måtte ta slutt, enten fordi aktivitetsnivået er over toppen, eller som følge av et oljeprisfall. Nå er vi der.

Utfordringen er todelt. Den ene oppgaven er å styrke og videreforedle teknologi og kompetanse som er utviklet innenfor oljenæringen og i leverandørkjeden. Kostnadene må bringes ned i mange ledd for å gjøre virksomhetene mer konkurransedyktige, tilpasset lavere oljepriser. Lykkes vi i dette, vil oljenæringen fortsette å være en bærebjelke i norsk økonomi i mange tiår fremover. Den andre hovedutfordringen er å legge til rette for at andre næringer skal vokse frem. Inntekter og arbeidsplasser som skalles av som følge av et lavere aktivitetsnivå i oljesektoren, må erstattes.

Utgangspunktet er godt. Gjennom de siste årene er det finansielle systemet i Norge styrket. I en omstillingstid er det helt avgjørende at banker stiller opp og yter kreditt til prosjekter og bedrifter som skal gi grunnlag for ny vekst. I finanspolitikken har vi større muskler enn de fleste. Krefter er bra, så lenge de brukes fornuftig. Partene i arbeidslivet ser ut til å erkjenne alvoret i situasjonen og er innstilt på å gjøre sin del av jobben. Pengepolitikken kan innrettes slik at den gjør nødvendige omstillinger i økonomien lettere.

Norges Bank er i sitt 200. år. Som sentralbank har vi et ansvar for en stabil økonomisk utvikling. I tillegg forvalter vi vår felles finansformue. Det ansvaret vi er blitt tildelt, kan ikke tas for gitt. Vi må hele tiden gjøre oss fortjent til det. Under paripolitikken på 1920-tallet ble den økonomiske nedgangen forsterket av ønsket om å reetablere den gamle vekslingskursen. I ettertid er politikken kalt enøyd. Skal dagens system med inflasjonsstyring unngå den samme merkelappen, må den praktiseres fleksibelt, slik at den bidrar til stabil økonomisk utvikling over tid.

Tilliten til lav og stabil inflasjon er godt befestet. Det må alltid være pengepolitikken hovedoppgave. Samtidig viser både vår egen historie og ferske erfaringer fra land rundt oss at systemet kan komme under press. Når omgivelsene skifter, må også sentralbanker være i stand til å omstille seg og tenke nytt. Vi må lære av det vi har bak oss, være forberedt på brå skift og jakte på nye løsninger.

Alltid. Uansett.