



Økonomiske perspektiver

Tale av sentralbanksjef Øystein Olsen til
Norges Banks representantskap og
inviterte gjester, torsdag 13. februar 2014

Økonomiske perspektiver

Innledning

I år feirer vi 200-års jubileum for Grunnloven. Den gangen var Norge en fattig slektning i utkanten av et Europa som var det økonomiske tyngdepunktet i verden.

Thomas Robert Malthus, sin tids store ekspert på befolkning og ernæring, foretok en lengre rundreise i Norge i 1799. I sin reisedagbok beskriver Malthus et jordbruks-samfunn hvor folk lever i enkle kår. Vanlige folks kosthold er ensidig og basert på det naturen lar dem høste. På den andre siden klager rikfolk over hvor dyrt det er å føre et respektabelt levesett når alt må importeres.¹

Under Napoleonskrigene ble de økonomiske realitetene brutale. Blokade, epidemier og uår kostet dyrt. Både i 1809 og 1813 var hungersnøden utbredt i store deler av Sør-Norge. Folketallet falt. Trelasthandelen og skipsfarten skrumpet kraftig inn.

Kong Fredrik VI finansierte offentlige utgifter ved å trykke penger. Sammen med knapphet på varer var resultatet hyperinflasjon og manglende tillit til pengevesenet, se figur 1. Fra 1806 til 1813 ble prisnivået mer enn tyvedoblet.² I 1813 ble pengeverdien nedskrevet med nær 90 prosent. Til vår første riksforsamling på Eidsvoll kom representanter for en nasjon i dyp nød.

Blant de 112 edsvorne mennene som benket seg på Eidsvoll våren 1814, var stemningen likevel preget av håp om frihet og en bedre fremtid. Flere hadde hatt lengre opphold i utlandet. De var inspirert av opplysningstidens tenkere og av revolusjonene i USA og Frankrike. Grunnloven er preget av tankene de hadde med seg hjem. Danskekongens enevælde skulle erstattes med prinsipper om folkesuverenitet og maktfordeling. Institusjoner med klart avgrensede roller skulle hindre vilkårlig maktbruk og bygge tillit.

I kveld befinner vi oss i en av disse institusjonene. I diskusjonen på Eidsvoll fremholdt Christian Magnus Falsen at ingen stat kan bestå uten et velfungerende pengevesen. Grev Wedel Jarlsberg insisterte på at landet måtte ha en egen bank.

De folkevalgte tok selv ansvaret for pengevesenet. I grunnlovens paragraf 75 slås det fast: «*Det tilkommer Stortinget: at føre Opsyn over Rigets Pengevæsen*».

Stortinget ga oppdraget med å holde oppsyn med landets pengevesen videre til Norges Bank, som ble etablert i 1816. Kongen skulle ikke lenger ha fullmakt til å trykke penger etter eget forgodtbefinnende.

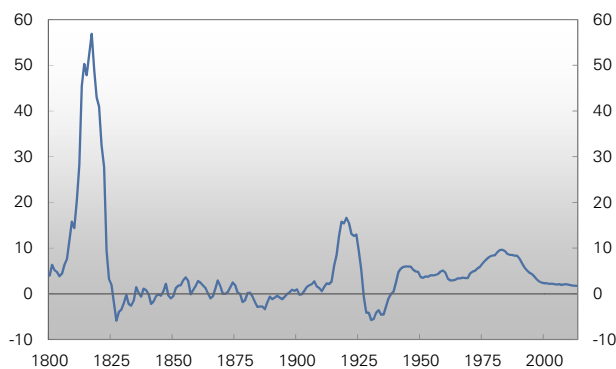
Norges Banks hovedsete ble fra starten lagt til Trondheim – tolv dagsreiser fra Regjeringen i Christiania, og enda lengre fra Stockholm. Det ga en geografisk – og ikke bare formell – avstand til statsmakten.

Pengeverdien skulle garanteres av en beholdning sølv. En egen sølvskatt ble utskrevet. Men det tok mange år å etablere tillit. Sedlene som ble trykket, kunne først løses inn mot sin sølvverdi i 1842.

Siden da har vi hatt lange perioder med ganske stabil pengeverdi, men vi har også opplevd perioder både med deflasjon, høy inflasjon og sviktende tillit. Hver gang er erfaringen den samme: Det koster å vinne tilliten tilbake.

Mye har skjedd siden 1814. Norge står ikke lenger tilbake for andre vestlige økonomier. Inflasjonen er lav og stabil. Det er etablert en tydelig arbeidsdeling i den økonomiske politikken. Vi har velutviklede institusjoner. Fundamentet er den grunnloven som ble skrevet på Eidsvoll for 200 år siden. I anledning jubiléet er det naturlig for meg å favne

Figur 1 Inflasjon¹⁾ i Norge.
Prosent. 10-års glidende gjennomsnitt. Årstall. 1800 – 2013



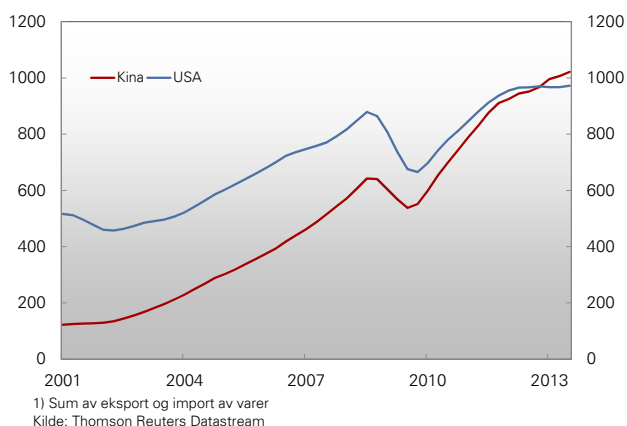
1) Konsumprisindeksen

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Eitrheim et al. (2004): Norges Bank Occasional Papers No 35 "Historical Monetary Statistics for Norway 1819-2003"

1 Thomas Robert Malthus: «Reisedagbok fra Norge 1799», redigert av Patricia James, Cappelen 2005.

2 Se Norges Bank Working Paper 23/2013, *Contributions to a history of prices in Norway: Monthly price indices, 1777–1920*, av Jan Tore Klovland.

Figur 2 Utenrikshandel i USA og Kina.¹⁾ Løpende priser. Firekvtarters glidende gjennomsnitt. Milliarder USD. 2001 - 2013



bredden i de oppgavene Norges Bank er tildelt, med utgangspunkt i noen av de utfordringene vi står overfor i dag.

Lav vekst og omstillinger

I 1814 var de europeiske stormaktene senteret i verdenshandelen. Verdens økonomiske tyngdepunkt har siden beveget seg vestover. I dag – i det 21. århundret – er tyngdepunktet på vei over Stillehavet til Asia.

Da Kina ble medlem i Verdens handelsorganisasjon i 2001, utgjorde landets utenrikshandel 30 prosent av den amerikanske, se figur 2. Den veksten Kina har opplevd siden, savner sidestykke i verdenshistorien både i tempo og omfang. I 2013 gikk Kina forbi USA som verdens største handelsnasjon. Rikelig tilgang på arbeidskraft og et lavt kostnadsnivå har gitt Kina og de andre vekstøkonomiene i Asia særlige fortrinn i den internasjonale konkurransen.

Globalt har flyten av kreditt de siste 15 årene gått utradisjonelle veier – fra relativt fattige land i sterk vekst til mer rike og modne økonomier med lavere vekst. Det bidro lenge til store ubalanser i verdensøkonomien. Et stort tilbud av kreditt i de vestlige økonomiene presset lårentene ned.

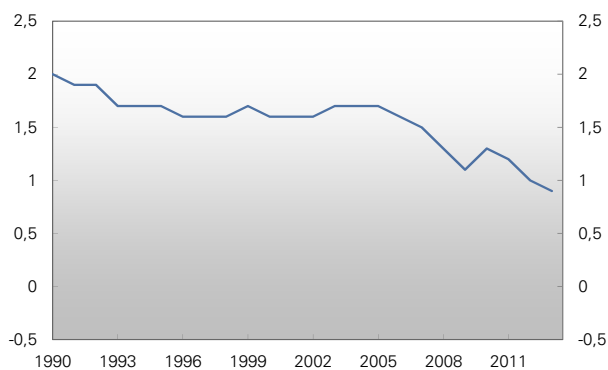
I møte med konkurransen fra Asia ble det mindre lønnsomt for foretak i Vesten å investere i nytt produksjonsutstyr i sine hjemland. Billig kreditt ble i stedet i stor grad brukt til å lånefinansiere forbruk og boliger, særlig i USA og Europa. Banker og finansielle foretak fikk i praksis frie tøyler til å støtte opp under utlånsveksten.

I dag ser vi at mye kapital ble sløst bort. Mange i privat sektor og en rekke stater sliter med høy gjeld. Stater som levde på billige lån, må betale en høy pris i form av innstramminger og arbeidsledighet. Rundt om i Europa finner vi halvferdig infrastruktur og tomme bygninger.

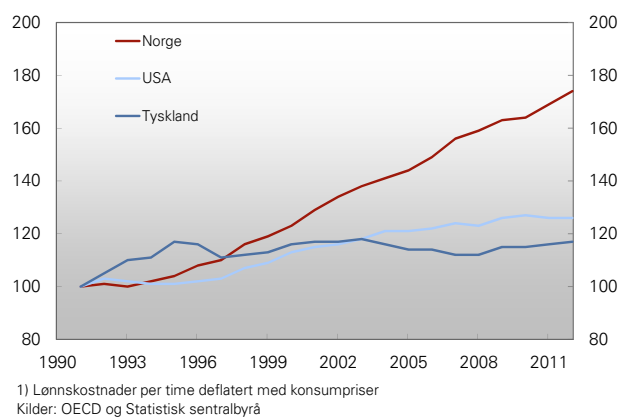
Veksten i produktiviteten har vært på vei ned i industrilandene siden begynnelsen av 2000-tallet, se figur 3. Etter finanskrisen har investeringsviljen vært lav. Vi vet ennå ikke hvor mye av dette som skyldes de svake konjunkturerne. Kan hende vil bedre tider etter hvert lokke frem investeringene igjen. Men det er også mulig at de store endringene i verdensøkonomien har lagt en varig demper på investeringsviljen og på vestlige økonomiers evne til å vokse.

Krevende omstillinger er i gang i de gamle industrilandene. I USA og Tyskland har arbeidstakernes reallønn knapt steget siden årtusenskiftet, se figur 4. Inntektsfordelingen er blitt skjevare. Det kan delvis ses i lys av at prisen på arbeidskraft er endret globalt. I andre land, spesielt

Figur 3 Produktivitetsvekst i industriland.¹⁾ Prosent. Årsvekst. Åtte års glidende gjennomsnitt. 1990 – 2013²⁾



Figur 4 Reallønn¹⁾ i Fastlands-Norge, USA og Tyskland. Indeks. 1991=100. Årstall. 1991 – 2012



i Europa, skjer tilpasningen ved at et stort antall mennesker er kastet ut i arbeidsledighet. Det er i dag over 26 millioner arbeidsledige i EU. Det er nesten 10 millioner flere enn i 2007.

Lav vekst, høy arbeidsledighet og høy gjeld er ingen god kombinasjon. Selv om det er tegn til at aktiviteten ute nå tar seg litt opp, kan veksten bli lav lenge.

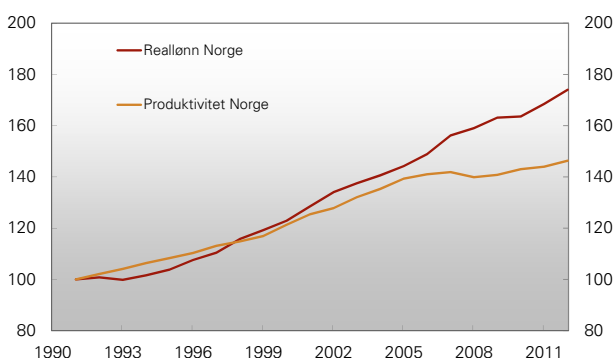
I Norge har reallønningene hatt en helt annen utvikling enn i Tyskland og USA. Det har skjedd fordi vi samtidig har opplevd en betydelig økning i prisene på de varene vi selger. Bytteforholdet med utlandet har bedret seg. Gevinsten er delt mellom eiere og arbeidstakere. Lønnsandelen har holdt seg ganske stabil.

Sterk vekst i aktiviteten i petroleumssektoren har lenge vært en motor også for fastlandsøkonomien. Det har gitt høy vekst i produksjon og sysselsetting. Siden lønns-takerne har tatt ut en del av gevinsten fra bedret bytteforhold, har reallønningene i Norge steget vesentlig mer enn produktiviteten, se figur 5.

Bildet for norsk økonomi kan være i ferd med å endre seg. Vi kan ikke regne med at vårt bytteforhold overfor utlandet vil fortsette å bedre seg. Investeringene på sokkelen er i ferd med å flate ut. Produksjonsveksten i Fastlands-Norge har avtatt.

Når aktiviteten i oljenæringen en dag faller, vil også norsk økonomi ha behov for omstillinger. Næringslivet må søke nye markeder, der konkurransen kan være hard. Vårt høye kostnadsnivå kan gjøre omstillingene ekstra krevende.

Figur 5 Reallønn¹⁾ og produktivitet²⁾ for Fastlands-Norge. Indeks, 1991=100. Årstall, 1991 – 2012



1) Lønnskostnader per time deflatert med konsumpriser
2) Bruttoprodukt per time målt i faste priser
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Omstillingene vil skje gradvis og kan ligge noen år frem i tid. I årene som kommer, kan likevel utfordringen med å holde veksten oppe og arbeidsledigheten lav bli mer lik den andre økonomier står overfor.

Den økonomiske politikken som føres, spiller en rolle. Finanspolitikken følger handlingsregelen. Den sikter mot en langsiktig opprettholdbar bruk av oljeinntektene. Ved betydelige forstyrrelser i samlet etterspørsel kan finanspolitikken, i tråd med handlingsregelen, brukes til å avhjelpe situasjonen på kort sikt. Det så vi under finanskrisen. Men en ubalanse som har sitt opphav i et for høyt kostnadsnivå og svak konkurransevne, kan i lengden ikke løses med en ekspansiv finanspolitikk. Det vil tvert imot kunne forsterke problemet ved at det fortrengr næringsvirksomhet.

Innretningen av budsjettet kan påvirke vekstevnen i økonomien. Offentlige reguleringer og ulike sider ved skattesystemet kan ha betydning for bedrifters valg av lokalisering, investeringer og teknologi. Andre tiltak kan påvirke arbeidsstyrken og virkemåten i arbeidsmarkedet.

Sammenhengene på tilbudssiden i økonomien er komplekse og griper inn i hverandre på måter vi ikke alltid helt forstår. Ikke desto mindre er en effektiv tilbudssidepolitikk trolig det viktigste vi kan gjøre for å styrke økonomiens vekstevne.

Pengepolitikken er innrettet mot lav og stabil inflasjon over tid. Samtidig skal pengepolitikken bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.

Veksten i næringslivets lønnskostnader påvirker utsiktene for inflasjonen. En økning i lønnsveksten vil – alt annet likt – normalt gi utsikter til høyere inflasjon og høyere rente. Da vil normalt også kronen styrke seg noe. Motsatt vil en nedgang i lønnsveksten gi utsikter til lavere inflasjon, lavere rente og en svakere krone.

Over tid må det være samsvar mellom utviklingen i produktivitet og reallønn. Partene i arbeidslivet bestemmer lønnsveksten. Vi har erfart at partene trekker i riktig retning når det trengs. Alternativet kan fort bli en mer smertefull tilpasning med høyere arbeidsledighet.

Så lenge inflasjonen er lav og stabil, kan kronen virke som en buffer i omstillinger. Vi kan likevel ikke belage oss på at en svekkelse av kronen skal sikre konkurransevnen på lengre sikt.

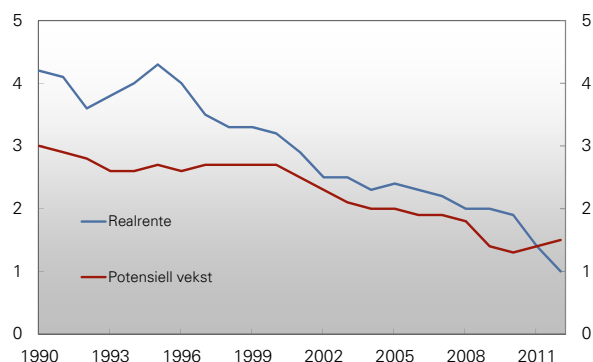
Pengepolitikken kan ikke påvirke den langsiktige vekstevnen i økonomien. De utfordringene vi blir stilt overfor når veksten er lav og næringsstrukturen endres, må løses med andre tiltak.

Lettelser i pengepolitikken og lave renter gir ikke varig høyere vekst. Det er motsatt: Utsikter til vedvarende svak vekst gir lave renter lenge, se figur 6.

For å unngå deflasjon og resesjon har sentralbankene i de store industrilandene satt inn ekstraordinære tiltak som holder både korte og lange renter nede. Medisinen har virket. Særlig i USA er økonomien på bedringens vei, og det er tegn til en viss oppblomstring av industrien. Aktørerne i finansmarkedene ser muligheter, ikke bare problemer. I flere av de fremvoksende økonomiene er det samtidig tegn til ny uro. Flyktige kapitalstrømmer skaper problemer. Høy gjeldsvekst og stigende boligpriser kan utgjøre en risiko. Oppgangen ute er skjør.

Styringsrenten er lav også i Norge. Inflasjonsmålet er litt høyere enn i Europa. Derfor er også inflasjonen og de nominelle rentene gjennomgående litt høyere. Men utsiktene til et vedvarende lavt rentenivå internasjonalt må få virkninger også for Norge. En liten åpen økonomi som den norske kan ikke i lengden ha en vesentlig annen realrente enn sine nærmeste handelspartnere. Med de langsiktige rentene vi nå ser ute, vil det trolig ta flere år før renten her hjemme kommer opp mot det vi tidligere anså som et normalt nivå.

Figur 6 Langsiktige realrenter¹⁾ og potensiell vekst i industriland²⁾. Prosent. Årstall. 1990 – 2012



1) 10 års statsrenter deflatert med veksten i konsumpriser. Tre års glidende gjennomsnitt
2) Australia, Belgia, Canada, Danmark, Finland, Frankrike, Tyskland, Irland, Japan, Nederland, New Zealand, Norge, Spania, Sverige, Sveits, UK og USA
Kilde: OECD

Regulering av banker

Da eidsvollsmennene forfattet Grunnloven, fantes det ikke private banker i Norge. Norske forretningsmenn som trengte kreditt, måtte låne av venner og kjente eller reise til København og Hamburg for å få lån. Det var dyrt og tungvint. De som møtte opp på Eidsvoll, trengte en bank som kunne formidle kreditt i Norge.

Norges Bank ble raskt en viktig långiver. Først i andre halvdel av 1800-tallet vokste et privat bankvesen frem for alvor. Norges Bank fikk den rollen banken har i dag, som bankenes bank og långiver i siste instans.

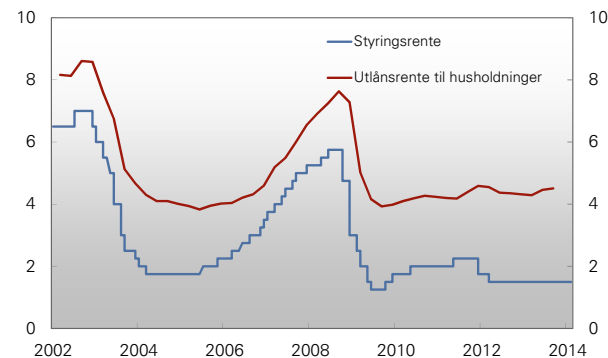
Med private banker kom også bankkriser. Krakket i Kristiania i 1899 utløste den første alvorlige bankkrisen i Norge. En boligboble i hovedstaden sprakk, og boligprisene i byen falt dramatisk. Det tok over 100 år før realprisen på boliger i Oslo var tilbake på nivået før krakket.³

Bankene har en sentral rolle i betalingssystemet og formidler kreditt fra de som sparer til de som investerer. Hvis formidlingen av kreditt stopper opp, vil problemer raskt spre seg til hele økonomien. Det så vi sist under finanskrisen. Et robust banksystem gagnar oss alle.

Bankene møter nå nye kapitalkrav. På toppen ligger det en motsyklisk kapitalbuffer. Bufferen vil variere over tid. Den skal økes når finansielle ubalanser bygger seg opp. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankene skal bufferen kunne tæres på.

Selv om styringsrenten er lav, er utlånsrentene til publikum ikke spesielt lave, se figur 7. Bankene har valgt å tilpasse

Figur 7 Styringsrente og utlånsrente¹⁾. Prosent. Kvartalstall (utlånsrente) og dagstall (styringsrente). 1. mars 2002 – 10. februar 2013



1) Vektet gjennomsnitt av renter inklusive provisjoner på utlån til husholdninger fra banker og kredittforetak
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

3 Se for eksempel utdypingen om historisk monetær statistikk for Norge i *Norges Bank Årsmelding og rekneskap 2007*.

seg de nye kravene ved å øke sin inntjening gjennom høyere rentemarginer. Vi må legge til grunn at bankenes marginer vil falle når bankene er ferdige med å tilpasse seg de nye kapitalkravene.

Den motsykliske bufferen er ikke et virkemiddel i konjunkturstyringen. Styringsrenten og bufferen har forskjellige mål. Pengepolitikken skal sikre lav og stabil inflasjon og er førstelinjeforsvaret når konjunktorene svinger. Den motsykliske kapitalbufferen skal gjøre bankene bedre rustet til å møte perioder med store tap.

Går mange banker over ende på samme tid, vil økonomien lammes. Betalinger stopper opp. Lån til investeringer uteblir. Nedturen kan bli langvarig. Myndighetene ender derfor ofte opp med å hjelpe banker i krise. Det skjedde under Kristianiakrakket – og det har skjedd mange ganger siden, både i Norge og andre land.

Å støtte banker i krise kan være nødvendig, men det har én stor ulempe: Bankene vil regne med hjelp også i fremtiden. Problemet som oppstår, kalles moralsk hasard. Skjønt det behøver ikke ha noe med moral å gjøre, men med insentiver. Bankenes långivere tar til takke med lav rente på lån til bankene. Det gir for lav prising av risiko. Følgelig kan også risikoen som tas i banksystemet, bli for høy.

Problemet må tas ved roten. Ingen banker bør loves evig liv.

Et nytt regelverk for å håndtere banker i krise er på vei. Hver enkelt bank skal ha planer for hvordan den kan avvikles på en ryddig måte. Store tap skal dekkes ved først å skrive ned bankens egenkapital og gjeld. Deretter kan banken øke kapitalen ved å gjøre om gjeld til ny egenkapital. Bankens långivere kommer da inn som nye eiere. Det blir mulig å plassere bankens tap hos både eiere og långivere, samtidig som de viktigste banktjenestene drives videre.

Et marked fungerer best når det er åpent for nyetableringer, og når de som driver med tap, kan stenges ned. Slik må det også være i finansmarkedene. Banksektoren er kjenne-tegnet ved store enheter og komplekse produkter. Betydelig kompleksitet og detaljrikdom preger også reguleringene. Lykkes myndighetene med å utvikle systemet for å håndtere banker i krise, kan vi kanskje ta et steg tilbake i den øvrige detaljreguleringen.

Reformarbeidet som er satt i gang internasjonalt, må følges opp i Norge. En egen nasjonal myndighet for å håndtere banker i krise må pekes ut. Den bør legges til en enhet under Finansdepartementet. Det er ingen naturlig rolle for en sentralbank.

Skape verdier for fremtidige generasjoner

Blant Norges Banks viktigste oppgaver er forvaltningen av landets valutareserver. Det er en oppgave som har fulgt banken siden opprettelsen i 1816, først i form av sølv- og gullreserver og siden utvidet med bankinnskudd og verdipapirer i ulike valutaer.

Opprinnelig forpliktet Norges Bank seg til å innløse sedler mot edelt metall. Dette løftet var trykket på hver eneste pengeseddel.

Forsikringen om innløsning i edelt metall gjaldt i prinsippet helt frem til gullstandarden ble opphevet i 1931. I nyere tid har reservene i hovedsak bestått av utenlandske statsobligasjoner, først i dollar under Bretton Woods-avtalen frem til 1971, og senere også i flere europeiske valutaer og japanske yen.

Norges Bank fikk oppgaven med å forvalte Statens petroleumsfond da det for første gang kom penger inn på fondet i 1996. Det var en naturlig forlengelse av vårt ansvar for valutareservene.

Formålet med Statens pensjonsfond utland – som nå er fondets navn – er å sikre at også kommende generasjoner kan høste inntekter fra våre olje- og gassressurser. Prinsippet bak handlingsregelen for finanspolitikken er at vi over tid kan bruke realavkastningen av fondet til konsum eller investeringer. Det sikrer en gradvis innfasing av bruken av oljepenger, samtidig som formuen bevarer.

Oljefondet er nasjonens arvesølv. Det ligger ikke lenger i Norges Banks hvelv, slik det gjorde i sølv- og gullstandarens tid. Fondet er i stedet investert i rentebærende papirer, aksjer og eiendommer over hele verden. Da Norges Bank hadde samlet inn sølvskatten rundt 1820, var bankens sølvbeholdning litt over 50 gram per innbygger. Det tilsvarer omtrent en sølvskje. Nylig passerte fondets verdi 5000 milliarder kroner – eller en million kroner per nordmann.

Det er de politiske myndighetene – regjering og storting – som fastsetter rammene for fondet. Norges Banks hovedansvar er den operative forvaltningen og å sørge for at retningslinjene følges opp. Innenfor rammene som Finansdepartementet fastlegger, skal Norges Bank søke å oppnå så høy avkastning som mulig. Investeringsvirksomheten er i stor grad delegert videre fra Norges Banks hovedstyre til Norges Banks kapitalforvaltning – eller NBIM.

Fondets resultater har vært gode. Den akkumulerte avkastningen i fondet siden 1998 er nesten 1800 milliarder kroner. Det tilsvarer over en tredel av fondets samlede verdi, se figur 8. Så langt har nasjonen fått god avkastning på sine investeringer.

Høy avkastning gjennom de siste årene har bidratt til at gjennomsnittlig årlig realavkastning siden oppstart nå er nær 4 prosent, se figur 9. Bruken av oljepenger over statsbudsjettet utgjør derimot en mindre andel av fondet enn tidligere. I fjor høst vedtok Stortinget å bruke under 3 prosent av fondet over statsbudsjettet for 2014.

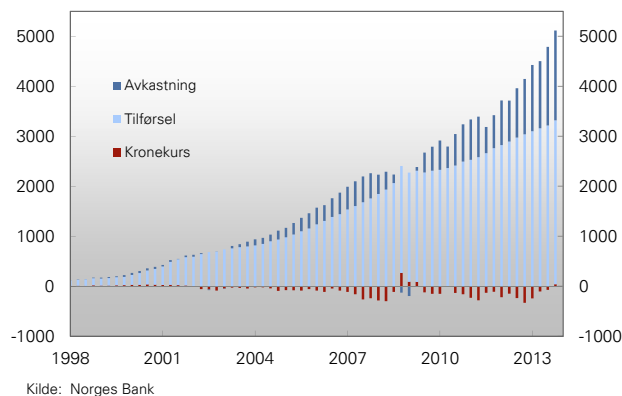
Det kan se ut til at avkastningen og den faktiske bruken av oljepenger går hver sin vei. Tallene 3 og 4 prosent har tilsynelatende byttet plass siden 2012.

Bruken av oljepenger faller ikke i absolutt forstand. Tvert om har finanspolitikken over flere år stimulert samlet etterspørsel i fastlandsøkonomien. Det er først og fremst den kraftige økningen i fondets verdi som forklarer nedgangen i andelen som brukes over statsbudsjettet.

Paradoksalt nok er trolig den lave veksten og de lave rentene ute hovedårsaken til de gode resultatene i fondet de siste to-tre årene.

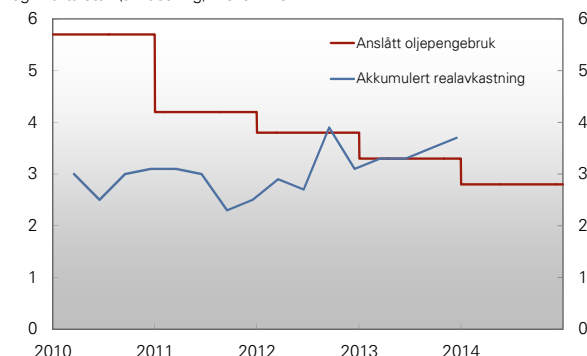
Siden slutten av 1990-tallet har et vedvarende fall i rentenivået økt kursene på statsobligasjoner. De siste årene har ukonvensjonell pengepolitikk fra verdens store sentralbanker bidratt til enda lavere renter og høyere kurser på aksjer og andre verdipapirer. Det har gitt unormalt høy avkastning på våre investeringer, se figur 10. Men nå kan rentene ikke falle mye lenger, og aksjekursene har kommet opp på ganske høye nivåer.

Figur 8 Akkumulert verdi av Statens pensjonsfond utland (SPU). Milliarder kroner. Kvartalstall. 1. kv. 1998 – 4. kv. 2013



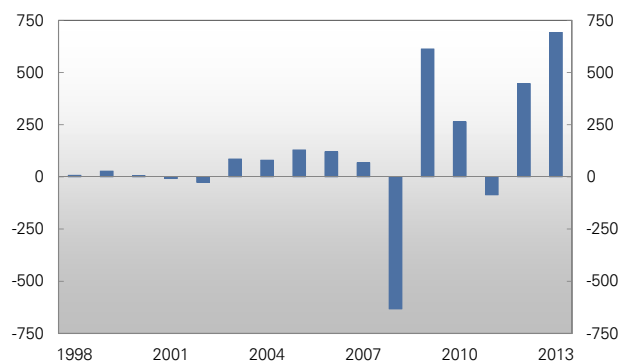
Kilde: Norges Bank

Figur 9 Avkastning på SPU¹⁾ og anslått oljepengebruk²⁾. Prosent. Årstall (anslått oljepengebruk) og kvartalstall (avkastning). 2010 – 2014.



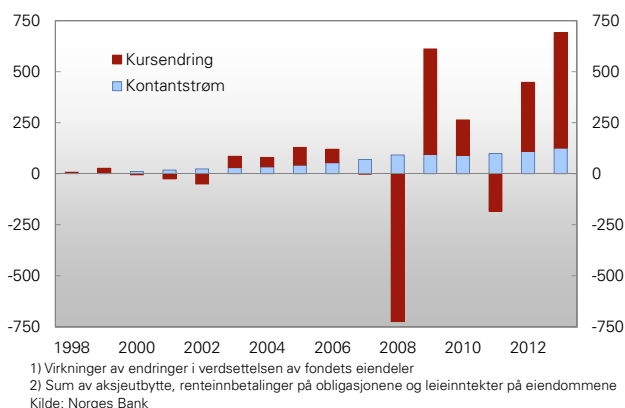
1) Gjennomsnittlig årlig avkastning på SPU fra 1998, fratrukket inflasjon og forvaltningskostnader
2) Finansdepartementets anslag på oljepengebruk i vedkommende års statsbudsjett, publisert i Nasjonalbudsjettet høsten før, i prosent av anslaget på fondet ved inngangen til året.
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 10 Årlig avkastning på SPU. Milliarder kroner. Årstall. 1998 – 2013



Kilde: Norges Bank

Figur 11 Årlig avkastning på SPU fordelt på kursendring¹⁾ og kontantstrøm²⁾.
Milliarder kroner. Årstall. 1998 – 2013



Slik vi måler avkastningen, tar vi med både kursgevinster og den direkte kontantstrømmen – som består av utbytte og renter, se figur 11. Verdien av fondet og avkastningen av fondets investeringer vil derfor svinge med aksje- og obligasjonskursene. Det kan bidra til å tilsløre utviklingen i den underliggende inntjeningen.

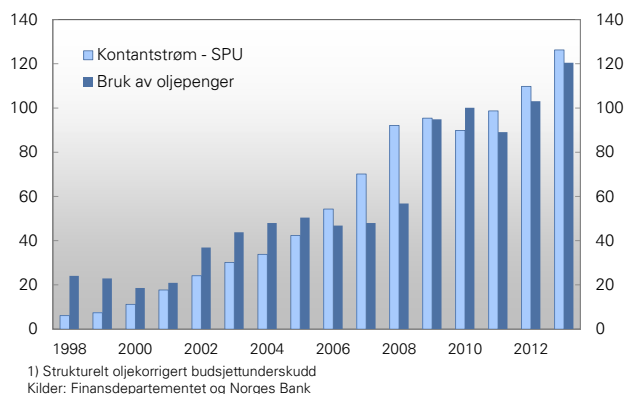
I det lange løp er det fondets kontantstrøm som gir et varig tilskudd til landets inntekter. For å si det litt enkelt: Kontantstrømmen er klingende mynt i kassen, mens kursene vi måler i børsverdiene påvirkes av stemningen i markedet. Kontantstrømmen er mer stabil enn markedsverdiene som kommer til uttrykk gjennom børsnoterte kurser. Kontantstrømmen til fondet egner seg derfor som en kryss-sjekk mot avkastningen slik den nå måles.

Kontantstrømmen ligger på linje med den faktiske bruken av oljepenger over statsbudsjettet – på om lag 3 prosent av kapitalen i fondet, se figur 12. Det er betryggende, for det betyr at vi ikke spiser av kapitalen.

De siste årenes fall i rentenivået har gitt en engangsgevinst i obligasjons- og aksjekursene. Fremover må vi regne med at de lave lange rentene vil slå ut i lavere avkastning. Det er tvilsomt om aksjekursene vil fortsette å stige i samme takt som de siste par årene. Fortsatt er det mest sannsynlig at fondets realavkastning på lengre sikt vil nærme seg 3 prosent.

Det viktigste vi bør erkjenne om fondsavkastningen fremover, er at den er usikker. Til syvende og sist er avkastningen avhengig av hvor høy veksten blir i verdensøkonomien, og hvor mye av verdiskapingen som tilfaller de selskapene og obligasjonene vi investerer i. Dette er usikre størrelser. Veksten i verdensøkonomien kan stoppe

Figur 12 Kontantstrømmen fra SPU og bruk av oljepenger¹⁾ over statsbudsjettet.
Milliarder kroner. Årstall. 1998 – 2013



opp. Stater kan unnlate å betale renter på sin gjeld. Eiendommer kan falle i verdi når bobler sprekker.

For å få avkastning, må vi ta risiko. Fondet er preget av en særlig lang tidshorisont og stor evne til å bære kort-siktig risiko. Hvis vi kan utnytte disse særtrekkene i de investeringsvalgene vi tar, bør det være mulig å hente ut en meravkastning i forhold til markedet.

Aksjonærer står sist når verdiskapingen i et selskap skal fordeles. De bærer en stor risiko. Til gjengjeld har aksjonærene fått høyere avkastning over tid – en risikopremie. Det gir god mening for et fond som vårt, å utnytte denne risikopremien til å forbedre avkastningen. Dette ligger bak vårt valg av en relativt høy aksjeandel.

Samtidig kan en rimelig fordeling mellom obligasjoner og aksjer bidra til å redusere den samlede risikoen for fondet. Det skyldes at aksjer og obligasjoner ofte svinger hver sin vei. På den måten spiller porteføljen av obligasjoner rollen som en forsikring mot et fall i aksjekursene.

I de senere årene har vi også begynt å investere direkte i fast eiendom. Fondets størrelse og lange tidshorisont gjør det spesielt godt egnet til å høste gevinster i markeder med liten likviditet. Eiendomsinvesteringer er et eksempel på det. Mandatet åpner for at plasseringer i eiendommer skal opp i 5 prosent av fondet. Samtidig skal andelen av rentebærende papirer reduseres fra 40 til 35 prosent.

Nesten to tredeler av fondet vil altså om noen år være plassert i realaktiva. Det er en ganske høy andel. Likevel kan det være grunn til å stille spørsmål ved om så mye som en tredel av fondet skal plasseres i papirer med lav avkastning.

Det tar tid å bygge opp eiendomsporteføljen. Etter hvert som vi vinner erfaringer med eiendomsinvesteringer, vil det være naturlig å gå videre med investeringer i andre typer realaktiva, eller øke aksjeandelen. På lang sikt kan en obligasjonsandel på 20–25 prosent trolig være tilstrekkelig for å ivareta den forsikringen mot kursfall i aksjemarkedet som fondet trenger.

Det er nødvendig å styre samlet risiko for fondet. Det kan bare skje hvis risikoen styres og kontrolleres ett sted. Derfor er fondet samlet i Norges Bank.

Norges Bank arbeider for å sikre fondets langsiktige, finansielle verdier. Det er vårt oppdrag. Ansvarlig investeringsvirksomhet er en del av den oppgaven. Som en langsiktig finansiell investor, er vi tjent med en sunn og bærekraftig utvikling i de selskapene og de markedene vi har investert i.

Vi bruker mange ulike virkemidler i eierskapsutøvelsen. Vi er i tett dialog med selskaper, investorer og regulerende myndigheter. Vi stemmer på generalforsamlinger etter på forhånd fastlagte prinsipper, og stemmegivningen offentliggjøres løpende. Vi fremmer også aksjonærforslag og deltar i høringsrunder basert på de grunnleggende prinsippene som vi følger i eierskapsutøvelsen.

Norges Bank integrerer hensynet til selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i selve investeringsprosessen. I noen tilfeller har dette ført til at banken har solgt eller latt være å kjøpe verdipapirer. Siden 2012 har fondet blant annet solgt seg ut av enkeltelskaper innenfor palmeoljeproduksjon og gruvedrift. Fordi vi er en langsiktig *finansiell* investor, legger vi stor vekt på rollen som *ansvarlig* investor. Det overordnede målet – høyest mulig avkastning innenfor akseptabel risiko – ligger fast.

Strategirådet for Statens pensjonsfond utland la nylig frem sitt forslag til hvordan arbeidet med ansvarlige investeringer kan styrkes. Det pekes på behovet for å klargjøre mål, roller og ansvar. Rådet understreker at målsettingen for fondet er å maksimere avkastningen. Forvalter bør derfor rette sin aktivitet mot å øke fondets verdi. Hvis fondet blir oppfattet som et instrument for å nå andre politiske mål, vil det undergrave fondets rolle som investor.

Dette er det verdt å lytte til. Hvis Norges Bank etterprøves på et annet grunnlag enn avkastning og risiko, vil oppdraget bli uklart. Det vil også kunne gå ut over avkastningen. Det må ikke herske tvil om hvilke mål som gjelder for forvaltningen av fondet.

Avslutning

Under Napoleonskrigene blokkerte den engelske flåten norske havner, og det var i flere år mangel på viktige matvarer. Mange risikerte livet for å lure seg forbi blokaden. Grev Wedel Jarlsberg organiserte transport av korn fra Danmark og seilte selv flere ganger over Skagerrak. Sjansen for å lykkes var størst i uvær og dårlig sikt.

I dag er det mindre farefullt å handle med utlandet. Vår velstand er bygget på et omfattende varebytte med andre land. Folk utenfra søker *til* vårt land for å finne arbeid og nye muligheter.

Den enorme økonomiske fremgangen har ikke vært rettlinjert. Sterk befolkningsvekst og kriser i landbruket i andre halvdel av 1800-tallet førte til at nesten 1 million nordmenn dro over havet til Amerika. Vi fikk en gradvis industrialisering, og handel og skipsfart ga den nye nasjonen tiltrengte inntekter. Rik tilgang på naturressurser ga et solid grunnlag for velstand. Noen egentlig industri-nasjon ble Norge aldri.

Vi kan ikke regne med at den sterke veksten i nasjonalinntekten som vi har opplevd de siste årene, fortsetter. Skiftende omgivelser og sjokk som blir påført oss utenfra, kan vi gjøre lite med. Men det er i uvær våre evner blir testet. Utgangspunktet vårt er det aller beste. Vi har utnyttet medvinden til vår fordel. Og vi er godt rustet til å håndtere utfordringer vi møter når vinden snur.

Grunnloven er fundamentet for det moderne Norge. Når vi i år feirer dens 200-års jubileum, er det en anledning til å minne om hvor viktig det er med gode institusjoner som har klart definerte roller. Det er en forutsetning for stabilitet og fremgang. Alltid. Uansett.

Takk for oppmerksomheten.