



Økonomiske perspektiver

Tale av sentralbanksjef Øystein Olsen til
Norges Banks representantskap og
inviterte gjester, torsdag 16. februar 2012

Økonomiske perspektiver

Krevende tid for Europa

”Året begynte uten større forhåpninger, og man måtte vente at trykket på næringslivet ville økes, men hvor nedslående enn utsiktene stilte seg, så overgikk dog virkeligheten alle anelser. Jeg behøver ikke å nevne rekken av sammenbrudd, som forplantet seg fra land til land.”

Slik åpnet Norges Banks direktør Nicolai Rygg sin årstale for 80 år siden. Britene hadde gitt opp å knytte pundets verdi til en fast mengde gull, og land etter land – også Norge – fulgte etter. Rentene hadde steget. Det var uro i finansmarkedene.

Selv om rystelsene på 1930-tallet var enda større, kunne Nicolai Ryggs beskrivelse passe som et tilbakeblikk også i dag. I løpet av de siste to årene har vi sett økonomiske problemer forplante seg mellom gjeldstyngede land i Europa. Hellas var først ute. Statsfinansene brøt sammen, og regjeringen måtte be om kriselån våren 2010. Irland og Portugal fulgte etter og måtte ha hjelp utenfra. Uroen bredte seg videre gjennom høsten i fjor. Lånerentene steg markert også for Spania og Italia, deretter Belgia og Frankrike.

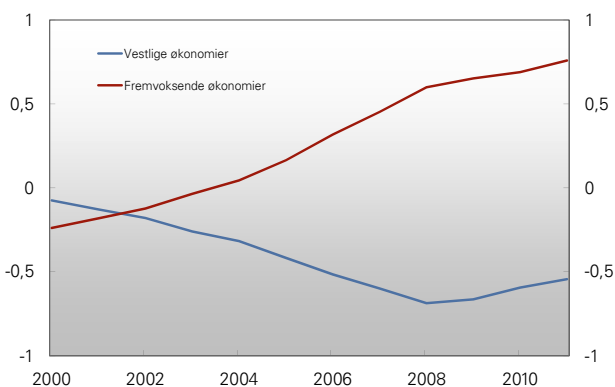
Høy gjeld, svak konkurransevne og omstillinger og kutt i offentlige budsjetter preger nå flere av eurolandene.

Tilliten til enkelte lands evne til å gjøre opp for seg, er svekket. Valutaunionen i Europa er under press.

Krisen har røtter i ubalanser i verdenshandelen (figur 1), med høy sparing i fremvoksende økonomier og tilsvarende underskudd i mange vestlige land. Ubalansene drev de langsiktige rentene ned til lave nivåer, og appetitten på risiko steg. Mangelfull regulering av finansnæringen gjorde at ubalansene fikk vokse.

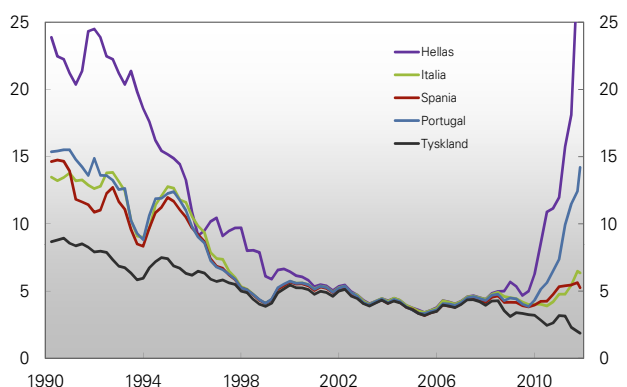
Fire år etter at finanskrisen rammet verden foreligger den nå i en egen europeisk versjon. Både markedsaktører og myndigheter sviktet i sine vurderinger etter innføringen av en felles europeisk valuta. Frem til Den økonomiske og monetære unionen ble innført, var det markante forskjeller på hvilke renter landene i Europa kunne låne til, se figur 2. Det gjenspeilte i hovedsak ulike inflasjonsforventninger mellom landene. Men gjennom 1990-årene falt de langsiktige rentene ned mot tyske. De neste ti årene var rentene på statslån nokså like – og svært lave – for alle eurolandene til tross for store forskjeller i gjeld, budsjettunderskudd og vekst. Markedsaktørene skilte ikke mellom landenes kredittverdighet. Utlån til stater ble behandlet som nær risikofrie, både i markedene og av myndigheter. Perioden står i kontrast til de siste to-tre årene, hvor det igjen er blitt store forskjeller mellom statsrentene. For flere av landene er rentene kommet opp på

Figur 1 Driftsbalansen¹⁾
10-års glidende gjennomsnitt. Prosent av verdens BNP. 2000 – 2011



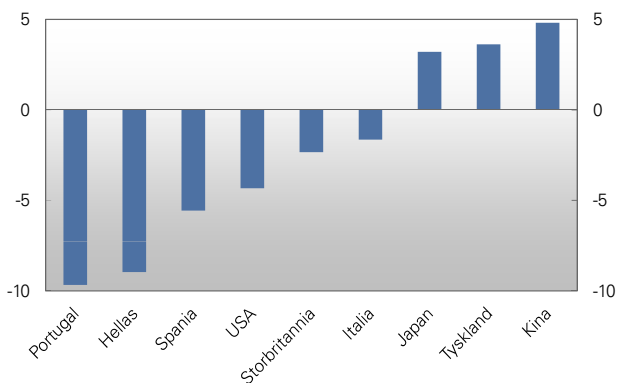
1) Anslag for 2010 og 2011
Kilder: IMF og Norges Bank

Figur 2 Renter på 10-års statsobligasjoner
Prosent. 1. kvartal 1990 – 1. kvartal 2012¹⁾



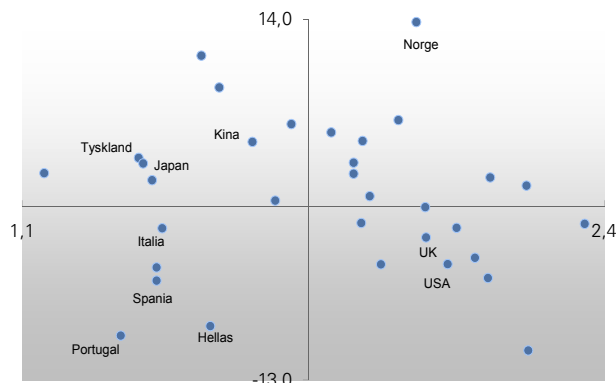
1) Tall for 1. kvartal 2012 er et gjennomsnitt av dagstall til og med 8. februar 2012
Kilder: Eurostat, Thomson Reuters, IMF og Norges Bank

Figur 3 Driftsbalansen for utvalgte land¹⁾
Prosent av BNP. Gjennomsnitt 1999 – 2011



1) Anslag for 2010 og 2011
Kilder: IMF og Norges Bank

Figur 4 Driftsbalansen og fødselsrate¹⁾
Gjennomsnitt av driftsbalansen fra 1999 – 2011. Fødselsrater 2009



1) Driftsbalansen i prosent av BNP på y-aksen og fødselsraten på x-aksen
Kilder: IMF, OECD, Verdensbanken og Norges Bank

svært høye nivåer. I ettertid ser vi at markedsaktørenes vurdering av risiko sviktet i tiåret etter innføringen av euroen.

Også den økonomiske politikken sviktet. Kjøreregler i EU for budsjettunderskudd og gjeld ble tidlig satt til side da Tyskland og Frankrike brøt grensene de selv hadde ivret for da valutaunionen ble etablert. Andre land fulgte etter. De lave rentene gjorde det enkelt å finansiere underskudd med ny gjeld.

Da finansmarkedene brøt sammen høsten 2008, måtte myndighetene tre støttende til. Redningspakker til bankene løftet privat gjeld over på offentlige hender. Statene økte pengebruken for å dempe fallet i aktiviteten.

Men keynesiansk politikk – bruk av penger for å stimulere etterspørselen etter varer og tjenester i nedgangstider – forutsetter en vilje til å holde igjen i oppgangstider. I mange stater var underskuddene store og gjelden høy allerede før krisen, på tross av mange gode år. Mangel på vekstkraft i privat sektor kom også til syne da landene ikke lenger kunne drive videre på lånte penger. Oppgang ble snudd til nedgang med krisetiltak. Børen ble tung å bære.

Mange land forsøker nå å tøyte store underskudd og stigende statsgjeld. Strukturelle reformer gjennomføres i Europa. Pensjonsregler strammes til, og skattesystemer gjennomgås. Kostnaden ved slike reformer ville vært mindre i gode tider.

Manglende budsjett disiplin kan ikke alene forklare at Portugal, Hellas, Spania og Italia har fått særlige problemer med å holde renteutgiftene nede. Underskuddene i offentlig forvaltning steg samtidig som sparingen i privat sektor falt. Nasjonene levde over evne. Landene fikk

underskudd på driftsbalansen med utlandet, og endte opp med høy gjeld og svekket betalingsevne, se figur 3. Det rammer nå statenes kredittverdighet.

Store underskudd kan være særlig krevende å håndtere i kombinasjon med lave fødselstall, slik som i de søreuropeiske landene, se figur 4. Fruktbarheten der ligger godt under det som skal til for å opprettholde befolkningen, og den er lavere enn det som er vanlig blant andre industriland.

Den demografiske utfordringen vil bli enda større fremover. I noen av landene vil det etter hvert være nesten like mange pensjonister som yrkesaktive. Grunnlaget for økonomisk vekst er dermed svekket. Byrden ved stigende gjeld og pensjoner blir tyngre. Finansmarkedene reagerer allerede nå ved å kreve høye renter for å fortsette å låne penger til landene.

Det tar lang tid å snu demografiske trender. Fruktbarhetsidealene som en gang kom til uttrykk gjennom dyrkelsen av Afrodite og Venus kunne kanskje være til nytte – ikke bare langs Middelhavet, men i de fleste OECD-land. Likevel er nok økonomiske virkemidler sterkere. Norge, som har gode ordninger for barnefamilier, har forholdsvis høye fødselstall. I andre land i Europa er det risiko for at de dårlige tidene kan forsterke den demografiske utfordringen. Arbeidsledigheten særlig blant de yngre har steget kraftig, og mange ser mørkt på fremtiden.

I mellomtiden må den akutte krisen i euroområdet håndteres. Banker og stater er kommet inn i en ond sirkel. Bankene ble reddet av omfattende tiltak under finanskrisen, men har store utlån til statene. Gjeld er ikke blitt borte, men flyttet rundt. Når statenes evne til å bære gjeld trekkes i tvil, rammer det på nytt bankene.

De siste årenes begivenheter har gitt oss ny erfaring og minnet oss om noen gamle lærdommer.

Den økonomiske politikken må være bærekraftig. Stater må spare i gode tider for å være rustet for tilbakeslag. Samtidig er det grenser for hva politikk kan utrette hvis fundamentet for økonomien forvitrer. Et konkurranse-dyktig næringsliv er avgjørende for å opprettholde vekst og velferd. Det gjelder også for Norge.

Finanskrisen har minnet oss om at risiko kan feilvurderes. Dessuten kan risiko som synes godt håndtert hos hver enkelt aktør, bli en betydelig belastning for det finansielle systemet som helhet. Det gir grunnlag for å si noe om rammeverket for makrotilsyn som nå er i støpeskjeen.

Norge – som overskuddsnasjon og fordringshaver – står overfor noen særskilte utfordringer. Som investor og forvalter av Statens pensjonsfond utland har vi sett at priser og kurser kan reagere kraftig på usikkerhet om fremtiden. På bakgrunn av finansuro og endringer i verdensøkonomien er det grunn til å drøfte de strategiske valgene vi tar i forvaltningen av finansformuen.

Nye steg i forvaltningen av finansformuen

Gjennom Statens pensjonsfond utland investerer Norge en stor del av oljeinntektene i internasjonale markeder for aksjer, obligasjoner og eiendom. Velferden i Norge må også i fremtiden bygge på den verdiskapingen som skjer innenfor landets grenser. Investeringene i oljefondet

gjør at vi i tillegg vil motta en del av inntektene som skapes i verden rundt oss.

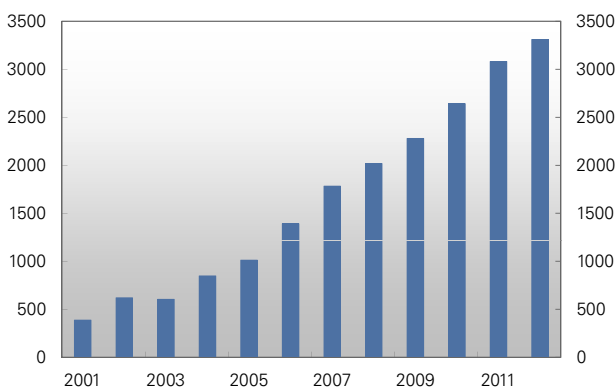
Fondet bør investeres slik at den fremtidige kjøpekraften blir høyest mulig. Samtidig må vi spre investeringene, slik at faren for store tap blir mindre, også når frykt og usikkerhet preger markedene.

Som investor skiller vi oss fra de fleste andre. Pensjonsfondet er ikke avhengig av å låne for å investere. Det er ingen kortsiktige krav til fondets likviditet eller reguleringer som kan tvinge frem uheldige valg. Disse særtrekkene setter oss i stand til å forvalte fondet med et langsiktig perspektiv – til å ha is i magen i perioder med stor usikkerhet. Det tilsier at størstedelen av kapitalen plasseres i aksjer, som over tid forventes å gi høyere avkastning enn obligasjoner.

Som langsiktig investor er fondet godt egnet til å utnytte svingninger i aksjemarkedet. For oss kan det være lønnsomt å kjøpe aksjer etter at kursene har falt hvis forventet avkastning er høy. Gjennom finanskrisen ble fondets eierandeler i verdens produksjonsliv doblet. En slik mot-syklisk investeringsstrategi – som vi kaller rebalansering – gjennomføres mest effektivt dersom Norges Bank får et større ansvar for å balansere fondets løpende risiko og avkastning. Et enkelt, offentlig tilgjengelig regelverk for rebalansering av fondet vil være en fordel.

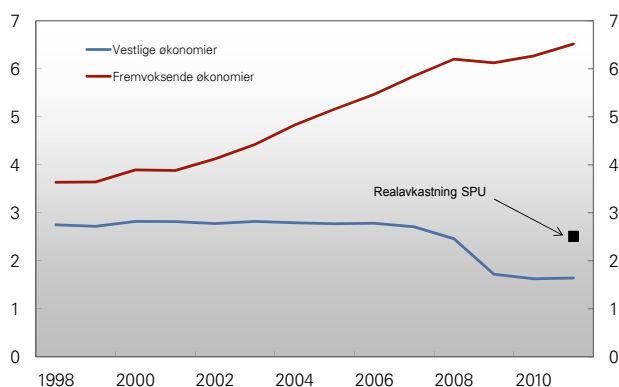
Verdien av fondet – i norske kroner – blir løpende oppdatert på våre nettsider. Fondet er nå nær 3500 milliarder kroner, se figur 5. Det nærmer seg det dobbelte av den årlige verdiskapingen i Fastlands-Norge. Størrelsen gjør oss i stand til å utnytte investeringsmuligheter over hele verden. Investeringer i realaktiva er i startgropen. I første omgang skal inntil 5 prosent av fondet plasseres i fast eiendom.

Figur 5 Statens pensjonsfond utland (SPU)
Milliarder kroner. SPU's verdi ved inngangen til året. 2001 – 2012



Kilder: Finansdepartementet og NBIM

Figur 6 Vekst i BNP¹⁾ og realavkastning i SPU²⁾
Prosent. 1998 – 2011



1) BNP-vekter. 10-års glidende gjennomsnitt. IMF's anslag for 2010 og 2011
2) Statens Pensjonsfond Utland. Annualisert vekst (realavkastning) siden 1998
Kilder: IMF og Norges Bank

Verdens økonomiske geografi er i endring. Mens veksten i de tradisjonelle industrilandene har vært svak og avtakende, har det lenge vært god vekst i Latin-Amerika og Asia, se figur 6. Flere land i Afrika kommer nå etter.

Retningslinjene for fondet innebærer at vi har store eierandeler i Europa. I europeiske selskaper er den gjennomsnittlige eierandelen om lag tre ganger så høy som i Amerika og Asia. Den valgte regionfordelingen hadde sin bakgrunn i Norges importmønster og kan ses på som en form for valutasikring. Men konsekvensen har vært at en stor del av fondet er plassert i en del av verden som har opplevd svak vekst det siste tiåret.

En jevnere fordeling av vårt eierskap gir oss muligheter til å ta del i verdiskapingen fra regioner med sterk vekst. Det vil i så fall innebære at en mindre del av aksjeporteføljen enn i dag skal være i Europa, mens andelen for Amerika og fremvoksende økonomier skal opp. Høy økonomisk vekst i Asia kan gi grunnlag for god avkastning her, selv om dagens aksjekurser nok allerede gjenspeiler forventninger om høyere vekst i Østen enn i Vesten. Jevnere fordeling vil likevel gi et bedre forhold mellom risiko og forventet avkastning. En tilpasning til globale markedsvekter må skje over lang tid og i flere steg.

Også for obligasjoner bør vi endre sammensetningen av valutaene i fondet. Retningslinjene har lagt opp til at porteføljen skal fordeles ut fra mengden av statsgjeld utstedt i hvert enkelt land. Det har medført at vi har lånt stadig mer til stater som har tatt opp ny gjeld. Risikoen ved en slik strategi ble synlig etter finanskrisen. En fordeling av statsobligasjoner som i stedet tar utgangspunkt i størrelsen på landenes BNP, vil redusere denne risikoen. Samtidig legges det opp til å inkludere statsgjeld fra flere

fremvoksende økonomier i porteføljen. Konsekvensen er, som for aksjer, at andelen som er plassert i Europa går ned.

En erfaring fra finanskrisen er at mange verdipapirer svinger i takt. Antallet obligasjoner i porteføljen er de siste par årene redusert til under halvparten. Vi kan trolig oppnå den samme spredningen av risiko med langt færre papirer. Det vil også gi mindre operasjonell risiko og over tid bidra til lavere kostnader i forvaltningen.

Bruk av oljepenger

I boken ”*Over evne*”¹ om Finansdepartementets historie beskriver Einar Lie og Christian Venneslan hvordan oljefunnene på slutten av 1960-tallet ga lyse utsikter og stor iver etter å bruke inntektene. Oljen skulle gi oss ”*et kvalitativt bedre samfunn*”.² Men oljenasjonen snublet i starten. Overskudd på driftsbalansen på slutten av 1960-tallet var snudd til et underskudd på 12 prosent av BNP i 1977. Underskuddet var tre ganger så stort som det Italia og Spania hadde i fjor. Det internasjonale valutafondet – IMF – banket på døren. Finanspolitikken måtte strammes til, og mange opplevde nedgang i inntekten.

I årene som fulgte fikk vi oljeprissjokk, og den økonomiske politikken ble lagt om på flere områder. Etter hvert ble det klart at vi kom til å få overskudd på statsbudsjettet og avsetninger i oljefondet.

Erfaringene fra de første 30 årene som oljenasjon lå bak handlingsregelen for finanspolitikken, som det siste tiåret har vært et sentralt element i norsk økonomisk politikk. Stortingsmelding nr 29 fra 2001 fastsatte retningslinjer for å fase inn oljeinntekter i norsk økonomi. Den slo fast to hovedprinsipper: Den økonomiske politikken må bidra til en *stabil økonomisk utvikling*, og den må være *opprettholdbar over tid*.

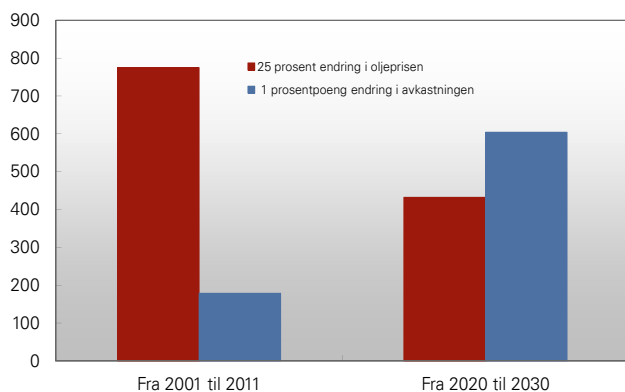
Ved å knytte bruken av oljepenger til den forventede realavkastningen fra fondet – og ikke til de løpende oljeinntektene – la handlingsregelen opp til en gradvis og opprettholdbar innfasing av inntektene. Nøyer vi oss med å bruke avkastningen, vil fondet aldri krympe. Vi blir også mindre sårbare for svingninger i de løpende oljeinntektene.

I de første ti årene etter at handlingsregelen ble etablert, var oljeprisen avgjørende for hvor raskt fondet ville vokse.

1 Kilde: Lie, E. og C. Venneslan: ”Over evne. Finansdepartementet 1965-1992”, Pax forlag, 2010.

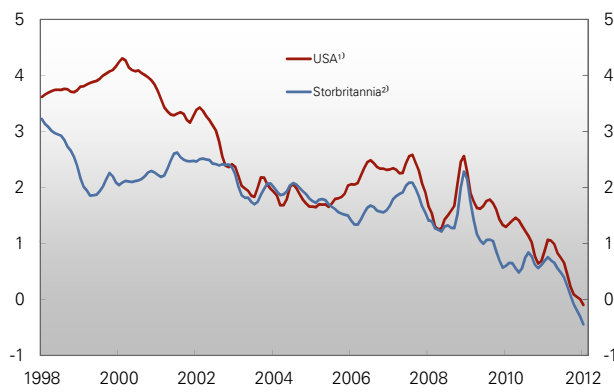
2 St. meld. 25 1973-74, Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn.

Figur 7 Virkning av endring i oljepris og avkastning på SPU's størrelse¹⁾
Milliarder kroner. Faste 2012-priser



1) Statens pensjonsfond utland. Effekt på fondets størrelse 10 år senere.
Se Staff Memo 5/2012 fra Norges Bank
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 8 Realrente på 10-års statsobligasjoner
Prosent. 3-måneders glidende gjennomsnitt. Januar 1998 – januar 2012



1) Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)
2) Index-linked Gilts
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Slik utsiktene fortonet seg i 2001, ville en 25 prosent høyere oljepris gjennom en periode på 10 år øke fondets størrelse med nesten 800 milliarder kroner, se figur 7. Usikkerhet om avkastningen på finansformuen betydde langt mindre for veksten.

Det forholdet vil endre seg etter hvert som fondet vokser og olje- og gassproduksjonen avtar. Fra 2020 til 2030 vil betydningen av oljeprisen være mindre, mens avkastningen vil bety desto mer.

De første årene i fondets historie var den faktiske avkastningen – justert for inflasjon og kostnader – nær 4 prosent. De siste årene, med finanskrisen og statsgjeldskrisen, har den vært lavere. Gjennomsnittlig realavkastning siden 1998 er om lag 2½ prosent.

Vi skal være varsomme med å se i bakspeilet når vi danner forventninger om fremtiden. Aksjekurser svinger mye, og vi kan ikke se bort fra at de siste årenes resultater blir utlignet av gode år fremover. Men endringer i verdensøkonomien påvirker vekstutsiktene og risikobildet, og dermed også avkastningen i finansmarkedene.

Renten på antatt sikre langsiktige statslån kan gi et utgangspunkt for å anslå avkastningen i fondet. Inntjening utover dette vil gjenspeile den risikoen vi er villige til å ta.

I 2001 var realrenten på langsiktige statslån internasjonalt rundt 3 prosent, se figur 8. Siden har realrentene falt. I dag er den langsiktige realrenten mellom 0 og 1 prosent. Det er historisk lavt.

I øyeblikket synes det som om den økonomiske veksten fremover vil bli mer beskjeden enn i de gode årene forut for finanskrisen. Da må vi være forberedt på en lengre

periode med lavere avkastning, selv om økonomisk vekst og avkastning i finansmarkedene ikke alltid går hånd i hånd.

Over tid regner vi med at aksjer kaster mer av seg enn obligasjoner. I løpet av de siste årene er aksjeandelen økt, og det bidrar i noen grad til å kompensere for lave renter på obligasjoner. Men meravkastningen på aksjer må være betydelig for å holde den samlede avkastningen på fondet oppe. Det er ikke umulig, men kanskje i overkant av hva vi kan regne med. Større dristighet i investeringene kunne veie opp for lave renter, men da øker samtidig risikoen for store tap. Det er neppe en vei vi ønsker å gå.

Det avtegner seg nå et annet bilde enn da handlingsregelen ble trukket opp i 2001. Den gangen var det rimelig å legge til grunn en realavkastning fra fondet på 4 prosent, eller litt høyere, basert på fordelingen som da gjaldt mellom obligasjoner og aksjer. I dag gir et tilsvarende regnestykke et lavere tall for forventet realavkastning.³

Tabell. Anslag realavkastning¹⁾. Prosent

	2001 40% aksjer 60% obligasjoner	2012 60% aksjer 40% obligasjoner
Avkastning aksjer	7½	4¼
Avkastning obligasjoner	3	1
Avkastning SPU²⁾	4¾	3

¹⁾ Se Staff Memo 5/2012 fra Norges Bank
²⁾ Statens pensjonsfond utland

Kilde: Norges Bank

³⁾ Se Staff Memo 5/2012, Norges Bank

Realavkastningen på obligasjonene i porteføljen fremover kan nå anslås til 1 prosent. Med en normal risikopremie på aksjer kan realavkastningen på hele fondet tallfestes til 3 prosent, se tabell. Vi kan ikke utelukke at avkastningen blir høyere, men den kan også bli lavere.

Bruker vi mer enn den årlige avkastningen på fondet, vil vi tære på sparekapitalen. Skulle avkastningen faktisk bli 3 prosent, innebærer dagens 4-prosentregel for bruken av oljepenger at vi i løpet av de neste 20 årene vil ha tappet nesten 1000 milliarder kroner av fondet. Det tilsvarer omtrent verdiene i det store oljefunnet på Johan Sverdrupfeltet.

Innfasing av oljepenger gjennom offentlig sektor fortrengrer det konkurranseutsatte næringslivet. Selv om oljeinntektene fases inn gradvis, kan vi ikke være sikre på at industrien og andre deler av privat sektor fases ut like jevnt. Hele industrigrenser kan bli borte. Hvis det viser seg at vi har brukt for mye, kan slike omstillinger være vanskelige eller umulige å reversere.

Konklusjonen er at det nå vil være mer robust å basere finanspolitikken på en årlig forventet realavkastning fra oljefondet på 3 prosent. En slik tilpasning vil understøtte hovedhensynene som lå bak handlingsregelen – *stabilitet og opprettholdbarhet*.

I 2011 var det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet på statsbudsjettet om lag 3 prosent av fondets verdi, altså nær en slik ny bane, se figur 9. Det bør derfor ikke være spesielt krevende å tilpasse bruken av oljepenger til en lavere

forventet avkastning. Venter vi, vil en senere nødvendig justering av politikken kunne bli langt mer smertefull.

Utfordringer i pengepolitikken

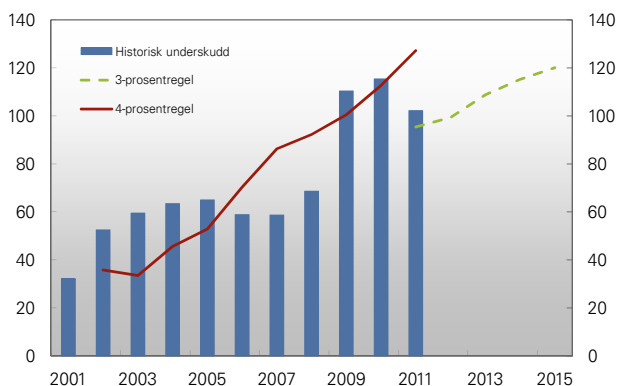
Sentralbanker i andre land bruker for tiden sterke virkemidler for å holde aktiviteten i økonomien og inflasjonen oppe. Styringsrentene i mange land er nær null. Sentralbankene i USA, Storbritannia og Japan har kjøpt store mengder verdipapirer og dermed økt sine balanser for å få ned de langsiktige rentene. Den europeiske sentralbanken (ESB) er fortsatt bankenes bank – ikke statenes. Men også ESB har strukket seg langt, blant annet ved å gi langsiktige lån til bankene. Det må ses på bakgrunn av nedgangstid i Europa.

EU jobber med tiltak for å gjenreise tilliten i finansmarkedene – og i befolkningen. I mars i år skal 25 land undertegne Finanspakten – en avtale om strengere overvåking av finanspolitikken og bindende grenser for underskudd. Bankene er pålagt å skaffe mer egenkapital. Begge deler vil kunne bidra til større budsjett disiplin i offentlig så vel som i privat sektor, neste gang fristelsen til overforbruk presser på.

Norsk økonomi er fortsatt godt rustet til å møte negative virkninger av finanskrisen. Oljeprisen er høy og bidrar til et gunstig bytteforhold overfor utlandet. Veksten holdes oppe av høy aktivitet i oljeindustrien. Vi har handlefrihet i den økonomiske politikken. Men flere bedrifter merker virkninger av lavkonjunkturen ute. Deler av eksportindustrien rammes av lavere omsetning og en sterk krone. Samtidig har boligprisene og husholdningenes gjeld fortsatt å stige.

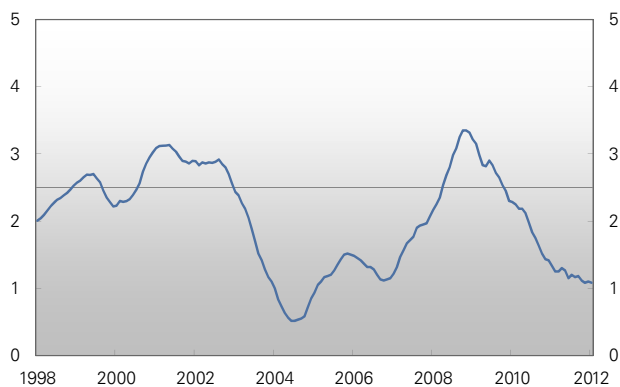
Siden nyttår har investorenes syn på de økonomiske utsiktene bedret seg, og det har vært lettere tilgang på kreditt i finansmarkedene. Bankene bør benytte muligheten til å skaffe mer langsiktig finansiering. Det vil gjøre dem mer robuste hvis krisen i Europa igjen forverres. Optimismen kan være skjør. Skulle kredittmarkedene igjen tørke inn, er Norges Bank beredt til å sette i verk tiltak slik at bankene kan opprettholde normal utlånspraksis. Men tilførsel av penger fra Norges Bank skal ikke erstatte god likviditetsstyring i bankene eller deres langsiktige markedsfinansiering. Eventuelle vedtak om bruk av statens og skattebetalernes kredittverdighet for mer langsiktig finansiering av banker hører hjemme i regjering og storting.

Figur 9 Strukturelt oljekorrigeret underskudd og ulike uttaksregler fra SPU¹⁾
Milliarder kroner. Faste 2012-priser. 2001 – 2015²⁾



1) Statens pensjonsfond utland
2) Se Staff Memo 5/2012 fra Norges Bank
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 10 Underliggende inflasjon¹⁾
KPIXE²⁾. Prosent. Tolv månedersvekst. Januar 1998 – januar 2012



1) 6-måneders glidende gjennomsnitt
2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser
Realtidstall fra august 2008. Se Staff Memo 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

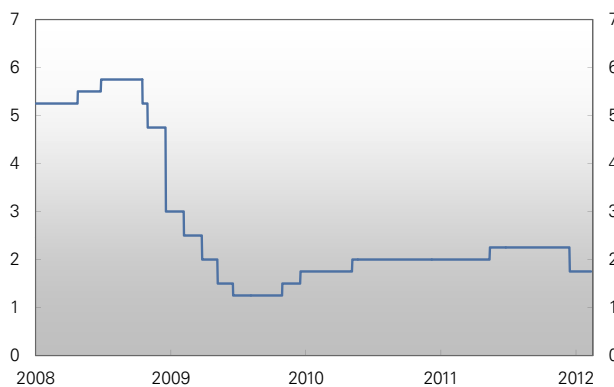
Det operative målet for pengepolitikken er en vekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Inflasjonen har den siste tiden vært lav, nær 1 prosent, se figur 10. Inflasjonen skal tilbake på målet. Hvor lang tid det vil ta, avhenger av hvilke forstyrrelser økonomien utsettes for og hvordan de virker inn på inflasjon og realøkonomi fremover.

For å unngå at inflasjonen blir for lav og for å dempe virkningene på norsk økonomi av svakere utvikling ute, ble styringsrenten satt ned til 1,75 prosent i desember, se figur 11. Høye påslag i pengemarkedsrentene og økte kredittpremier gjør at lave styringsrenter for tiden ikke får fullt gjennomslag i de rentene publikum betaler. Det er derfor uvanlig stor forskjell på ulike renter. Mange husholdninger betaler rundt 4 prosent rente på boliglån, og rentene til bedrifter er mellom 5 og 6 prosent.

Pengepolitikken er førstelinjeforsvaret i konjunkturstyringen. Vi har fortsatt handlingsrom i rentesettingen – begge veier.

Det er likevel et spørsmål om det er ønskelig å bruke pengepolitikken til å forsere en økning i inflasjonen når landene rundt oss er i lavkonjunktur. Selv om kronen svekkes noe, vil en særnorsk kostnadsvekst som kan få inflasjonen raskere opp, kunne føre til en ytterligere svekkelse av konkurransevnen. Det kan ikke være veien å gå. Vedvarende lav rente kan dessuten forsterke en vekstspiral i boligpriser og utlån. Ubalanser som bygger seg opp i kreditt- og eiendomsmarkedet, kan få alvorlige ringvirkninger lenger frem, med store utslag i produksjon og sysselsetting. Det har mange amerikanere og europeere erfart nylig, slik vi gjorde for 20 år siden.

Figur 11 Norges Banks styringsrente
Prosent. 2. januar 2008 – 15. februar 2012



Kilde: Norges Bank

Den nærmeste tiden kan vi heller ikke regne med særlig hjelp utenfra til å få inflasjonen opp. I mange land er det utsikter til stagnasjon eller nedgangstid, og prisveksten på importerte varer er lav.

Over tid sikter vi mot en prisstigning nær 2,5 prosent. Inflasjonen skal gradvis opp, men ikke så raskt at det skaper ubalanser i økonomien. Slik utsiktene er nå, vil det trolig ta flere år før inflasjonen er tilbake på målet.

Nye virkemidler for finansiell stabilitet

Åmodt bro her i Oslo har en påskrift – ”100 mand kan jeg bære, men svinger under taktfast marsch”. Brokonstruktører har lenge visst at når mange går i takt over en bro, kan det oppstå selvforsterkende bevegelser, og brofestene kan svikte.

På samme måte kan aktørene i finansmarkedene utløse selvforsterkende svingninger i økonomien. Bankene kappes gjerne om å låne ut penger i oppgangstider. Prisene på boliger og eiendom stiger og driver kredittveksten videre opp. Risikoen og sårbarheten i det finansielle systemet øker. I nedgangstider strammes kredittlinjene til, og husholdninger og foretak møter strengere kredittvurderinger. Når aktørene i finansmarkedene går i takt, forsterkes svingningene i økonomien – bobler kan oppstå og sprekke. Vi fikk en påminnelse om dét høsten 2008.

For den enkelte bank vil det, så lenge musikken spiller, være fristende å henge med i dansen. Banker og investorer

tar ikke nødvendigvis inn over seg den samlede risikoen i det finansielle systemet.

Konsekvensene så vi under finanskrisen: Bankene hadde for lite egenkapital, for mye kortsiktig markedsfinansiering og for små buffere av lett omsettelige eiendeler. Nye og strengere internasjonale regler skal bøte på dette. Vi kan se frem mot skjerpede krav til kapitaldekning og likviditetsbuffere. Myndighetene får også mulighet til å variere kapitalkravet til bankene ut fra den samlede risikoen i det finansielle systemet. I oppgangstider kan kravet økes, slik at bankene må holde mer kapital bak sine utlån. Det vil jevne ut låneveksten og gjøre bankene bedre i stand til å bære tap i nedgangsperioder. Den taktfaste marsjen på broen dempes.

Behovet for økt kapitalbuffer vil være der når veksten i økonomien er god, og gjeldsnivået bygger seg opp. Det kan demme opp for ubalanser i fremtiden. Men når himmelen fortoner seg som skyfri, vil slike mer langsiktige hensyn lett komme i bakgrunnen. Våre politiske myndigheter bør derfor gi et klart mandat som sikrer uavhengighet og delegerer ansvaret for å fastsette kapitalbufferen. Her kan vi bygge på erfaringer med rammeverket for pengepolitikken. Og når kapitalkravet skal endres, må det gjøres på grunnlag av en vurdering av den samlede risikoen i det finansielle systemet – ikke bare i den enkelte institusjon.

Under finanskrisen var store offentlige redningspakker til bankene nødvendig i mange land for å opprettholde den økonomiske aktiviteten. Når broen vakler, må myndighetene stabilisere den. Men når skattebetalerne tar regningen, tar bankene for stor risiko. Først når eiere selv må bære tap, vil bankene ta inn over seg risikoen på egne balanser.

For å oppnå dette arbeides det internasjonalt med å bedre verktøy for å håndtere kriser. Banker skal kunne avvikles uten at det medfører store forstyrrelser i økonomien, og uten at myndighetene overtar bankenes tap. De som tar risiko, må også bære den.

Det ligger høye ambisjoner bak det nye regelverket for finanssektoren. Men det vil være urealistisk å tro at vi kan fjerne alle kilder til finansiell uro. Vi kan ikke som sersjanten beordre en tropp i sluttet orden til ”marsj-i-mak” – slik han gjør for å bryte takten når broer skal passeres. Vår ambisjon er ikke å kontrollere hvert enkelt steg på broen. Men vi kan komme langt ved å styrke fundamentet i det finansielle systemet og dempe belastningen fra den taktfaste marsjen.

Avslutning

Jeg startet med å sitere Nicolai Ryggs årstale fra 1932. Mot slutten av talen vender han blikket fremover: ”Om utsiktene for det kommende år kan dessverre ikke meget sies. De tegner seg for oss som mørke.”

Rygg viser til forstyrrelsene i internasjonal kreditt og det han kaller ”de forviklede politiske spørsmål”. Men samtidig ser han muligheter: ”Lykkes det å løse dem på en tilfredsstillende måte, vil det utvilsomt få vidtrekkende følger på det økonomiske og finansielle område, og året kunne ende bedre enn det begynner.”

Internasjonalt er det krevende tider også nå, men lyspunkter finnes. Veksten i Asia er fortsatt god, og i det siste har det kommet en del positive tall for amerikansk økonomi. I Europa er utfordringen å rette opp ubalanser i økonomien i en tid der vekstutsiktene er svake. For mange land innebærer den demografiske utviklingen at presset på offentlige finanser blir enda større om noen år. Innstramminger er nødvendig for å bedre statsfinansene, men på kort sikt vil dette kunne bremse aktiviteten og forsinke oppsvinget. Det er en svært vanskelig balansegang. Men eurolandene har ikke noe valg. De må samle seg om tiltak som inngir tillit i finansmarkedene.

Som for 80 år siden er det vanskelig å forutsi hvilken vei det bærer. Norsk økonomi vil nok kunne holde en stø kurs. Men vi må ta høyde for at avkastningen på våre investeringer i pensjonsfondet kan bli lavere enn vi så for oss for et tiår siden. Og vi må være forberedt på at lønns- og prisstigningen kan bli lav en god stund fremover.

Ryggs håp ble delvis innfridd. Året 1932 var bunnpunktet for krisen i Europa. Konjunkturer og fremtidstro kan snu raskt og når vi minst venter det. Vanskelige tider avløses av gode. Alltid. Uansett.