



En historisk dyp nedgang

Taler

Øystein Olsen

Dato

18 februar 2021

Sted

Norges Bank, Oslo

Omstendigheter

Sentralbanksjefens årstale

- 1 For ett år siden sto jeg her og holdt årstalen fremfor 300 gjester. I år er det annerledes. I kveld har vi ingen gjester i banken. Kontrasten til fjoråret er stor.

Kontrasten er også stor til temaet som preger kveldens tale - koronapandemien.

- 5 I fjorårets tale finner vi ingen spor av den. Men smitten lurte rett utenfor grensene. Vi ante nok at noe var i gjære. I Norges Bank var vi i ferd med å justere ned våre anslag for økonomien. Våre ansatte på kontoret i Shanghai var sendt hjem. Men vi skjønte ikke hvilket omfang virusutbruddet i Wuhan kunne få. To uker etter talen ble det første tilfellet konstatert her hjemme. Litt senere ble
- 10 Norge stengt ned.

Siden da har vi gjort som folk har gjort under tidligere alvorlige smitteutbrudd - vi holder avstand til hverandre. Men vi kan fortsatt møtes - på et vis. Den teknologiske utviklingen har gitt oss muligheter som ikke var tilgjengelige før.

15

Under Svartedauden valgte rike bønder fra en vestlandsfjord å isolere seg langt mot fjells - i Jostedalen. De måtte finne nye måter å kommunisere på. Bøndene opprettholdt kontakten med omverdenen ved å legge og motta brev under en stein ved inngangen til dalen.

20

Det siste året har brevsteinen vært byttet ut med internett.

25

Elleve måneder etter den første nedstengningen har vi ennå ikke klart å ta hverdagen tilbake. Norge har lykket ganske godt i å holde smitten nede, men den blusser stadig opp igjen. Landets grenser er nå stengt.

Tiltakene for å stoppe smitten er nødvendige, men de har også bivirkninger -

både økonomiske og sosiale.

30

Folk i risikogruppene har isolert seg fra andre. De unge har fulgt undervisningen digitalt - mange alene fra en hybel. Samvær med venner er satt på vent.

35

For Norge vil det økonomiske tilbakeslaget i 2020 bli stående som et av historiens dypeste. Ikke siden annen verdenskrig har aktiviteten i norsk økonomi falt like mye.

Krisen har rammet skjevt.

40

Smitteverntiltak og frykt for smitte har gitt et kraftig fall i tjenesteforbruket. Under nedstengingen i fjor ble ledigheten firedoblet på få uker, til over 400 000 arbeidstakere, nær 15 prosent av arbeidsstyrken. I enkelte deler av næringslivet er ledigheten fortsatt svært høy.

45

Andre deler av økonomien har vært skjermet. Rentekuttene har gitt husholdningene mer å rutte med. Samtidig har det vært færre muligheter til å bruke penger. Så mens noen har hatt en utrygg jobbsituasjon, har andre brukt anledningen til å spare. Vi ser de samme utslagene og skjevhetene i en rekke andre industriland.

50

Mange land er rammet hardere enn Norge, både økonomisk og helsemessig. Forskjellene gjenspeiler blant annet hvor raskt de ulike landene fikk stengt ned og bremsset den første smittebølgen. Innretningen av støttetiltakene, organiseringen av helsevesenet og den økonomiske strukturen har også vært avgjørende.

55

I land med svake velferdsordninger og en stor uformell sektor har pandemien hatt alvorlige konsekvenser. 2020 ble dessverre året da antall fattige mennesker i verden igjen økte.

60

Pandemier er skjellsettende hendelser som etterlater seg varige spor. Gjennom historien har de tatt mange liv. Under de mest alvorlige har dyrket mark grodd igjen, tilgangen på arbeidskraft har blitt redusert og kunnskap har gått tapt. Under spanskesyken mistet mer enn 50 millioner mennesker livet - mange i arbeidsfør alder.

65

Når koronapandemien er over, vil vi ha bak oss en lang periode med begrensninger på hvordan vi kan bruke penger, hvordan vi kan forflytte oss, og
70 hvordan vi kan jobbe. Også koronapandemien vil sette spor.

Veksten i produksjon per innbygger har vært på vei ned gjennom flere år. Arbeidsinnsatsen vokser ikke mye lenger. Samtidig bidrar den viktigste kilden til vekst - produktivitet - stadig mindre. Dette er en trend vi deler med andre
75 industriland. En bakenforliggende drivkraft - handel på tvers av land - viser tegn til å flate ut. Pandemien kan påvirke disse forholdene.

Tidligere har store fall i økonomisk aktivitet blitt etterfulgt av langvarig oppgang i ledigheten og lavere yrkesdeltaking. I Norge så vi det etter
80 finanskrisen og etter fallet i oljeprisen i 2014. Fem år etter oljeprisfallet var sysselsettingen fortsatt lavere enn før i de delene av landet som ble spesielt hardt rammet.

Pandemien kan gi en ny runde med utstøting fra arbeidslivet. Mange har nå gått
85 lenge uten arbeid, og andelen langtidsledige er større enn ved tidligere kriser. Mange av disse har lav utdanning. Langtidsledighet fører til tap av kompetanse.

Støtteordningene som myndighetene har iverksatt, er ment å være en bro over til mer normale tider. Men den nye normalen vil være påvirket av tilpasninger
90 som husholdninger og bedrifter har foretatt det siste året. Når nedgangen i økonomien er over, kan arbeidsmarkedet være endret. De gamle jobbene kommer ikke nødvendigvis tilbake. Det kan gjøre veien tilbake til jobb tung for enkelte. Flere av de langtidsledige kan falle ut av arbeidslivet.

95 Det langvarige fallet i produktivitetsveksten har skjedd parallelt med en digital revolusjon. Det er lansert flere forklaringer på dette tilsynelatende paradokset. Blant annet kan det være kostnadskrevende å innføre ny teknologi som effektiviserer måten vi arbeider på. En annen hypotese er at vridning av næringsstrukturen i retning av en større tjenestesektor har holdt
100 produktivitetsveksten nede.

Under pandemien har mange virksomheter gjort ting på nye måter. Men omstillinger er også satt på vent. Det siste året har det vært færre konkurser enn normalt, og investeringsaktiviteten i næringslivet har vært lav. Som følge av det
105 økonomiske tilbakeslaget kan produksjonskapital og kompetanse ha mistet

verdi. Nye virksomheter skal etableres, og arbeidstakere må bygge opp ny kompetanse. Det er en prosess som tar tid. Underveis kan det dempe produktivitetsveksten ytterligere.

110

Men pandemien kan også utløse en større del av potensialet som ligger i ny teknologi, kanskje særlig i deler av tjenestesektoren. Det siste året har vi blitt tvunget til å ta i bruk et større spekter av digitale verktøy, både på jobb og privat. Netthandelen har skutt fart. Store og omfattende prosesser har blitt håndtert fra kjøkkenbord, barnerom og kjellerstuer. Internasjonale møter holdes på video.

115

Mange av løsningene vi har benyttet, vil vi ta med oss videre. Pandemien vil også legge igjen positive spor.

120

I fjor vinter så vi hvor kort veien var fra et lokalt virusutbrudd i Wuhan til en verdensomfattende helsekrise. Koronaviruset fulgte de samme rutene som turister, arbeidskraft og varer. Viruset synliggjorde hvor tett sammenvevde og avhengige land er av hverandre.

125

Vi har bak oss en lang periode hvor stadig flere land har tatt del i det internasjonale varebyttet. Det har gitt store gevinster. Fattigdom er redusert. Samarbeid på tvers av landegrenser har også bragt den teknologiske utviklingen raskere frem enn den ellers ville gjort.

130

Siden finanskrisen har veksten i den globale handelen bremsset opp. Mens eksporten av tjenester har fortsatt å øke, har handelen med varer som andel av verdens BNP ligget mer eller mindre flatt de siste årene. Utflatingen skyldes at flere av kildene til vekst i varehandelen er i ferd med å tømmes ut. Store land som Kina og India er nå fullt integrert i verdensøkonomien. Robotisering har bremsset utflytting av produksjon fra høykostland.

135

Så langt er det få tegn til at pandemien fører til mer varige endringer i det internasjonale varebyttet. Til tross for enkelte brudd i internasjonale verdikjeder og forstyrrelser i varetransporten, har varebyttet fungert. Etter en midlertidig nedgang tok handelen seg opp gjennom fjoråret.

140

Reiseliv er blant næringene som er sterkt preget av pandemien. Mye av trafikken vil trolig ta seg opp når vi igjen kan bevege oss fritt over landegrensene. Men mange har det siste året erfart at man kan ha effektive digitale møter.

Reiseaktiviteten kan derfor bli mindre enn før. Miljøhensyn trekker i samme retning.

150 Under pandemien har nasjonale myndigheter måttet legge avgjørende vekt på å beskytte egen befolkning best mulig mot de alvorlige helsemessige konsekvensene. Samtidig har det siste året tydelig demonstrert hvor viktig det er med samarbeid på tvers av kulturer og landegrenser. Takket være et omfattende internasjonalt forskningssamarbeid fikk man raskt på plass effektive vaksiner.

155 Det er lov å håpe at det er denne erfaringen som vi tar med oss videre. Alle land tjener i lengden på åpne grenser, felles standarder og samarbeid.

Under pandemien har de økonomiske støttetiltakene vært massive. Både pengepolitikken og finanspolitikken kom raskt på banen, men finanspolitikken 160 måtte gå i bresjen. Det gjelder overalt hvor pandemien har herjet, ikke bare her hjemme.

Nedstengingen sist vår var brå og brutal og rammet næringslivet svært ulikt. Finanspolitikken har kunnet rette tiltakene direkte inn mot de bransjene der 165 smitteverntiltak har slått hardest ut. Målet har vært det samme: Personer som ble stående uten inntekt, måtte sikres økonomisk. Unødige tap av arbeidsplasser måtte unngås.

Pengepolitikken har støttet opp under de finanspolitiske tiltakene. 170 Styringsrentene er redusert der det har vært mulig. I tillegg er den ukonvensjonelle pengepolitikken med oppkjøp av verdipapirer strukket enda lenger.

175 Sentralbankene har også ivaretatt det særskilte ansvaret de har for å sikre velfungerende kapitalmarkeder. Omfattende tiltak fra sentralbankene hindret at problemer i det finansielle systemet forsterket den globale nedgangen.

Et rådende syn gjennom de siste tiårene har vært at finanspolitikken bør følge enkle, robuste regler og i begrenset grad brukes aktivt i konjunkturstyringen. 180 Internasjonalt er det nå tegn til at dette synet er i ferd med å endres. Pandemien kan være et vendepunkt. Fremover vil vi trolig se en mer aktiv finanspolitikk hos flere av våre handelspartnere. Årsakene til dette er flere.

185 Dels bygger det på en erkjennelse av at handlingsrommet i pengepolitikken er begrenset. Etter finanskrisen har flere sentralbanker tatt et stort ansvar for å opprettholde aktiviteten og glatte ut svingningene i økonomien. Ved inngangen til fjoråret var derfor styringsrentene allerede på svært lave nivåer.

190 De lave rentene gjenspeiler samtidig langsiktige utviklingstrekk, som aldrende befolkning, høy sparevilje, økt ulikhet og avtakende produktivitetsvekst. Det har ført til at det vi betegner som det nøytrale rentenivået er lavere enn før, også når konjunkturerne er i balanse. Rommet for rentereduksjoner i nedgangstider er dermed mindre.

195 Endringen i synet på finanspolitikkenes rolle er også et resultat av økt oppmerksomhet om strukturelle utfordringer: Økonomisk ulikhet, omlegging til en grønnere økonomi og behovet for investeringer i digital infrastruktur. Hos den nye administrasjonen i USA finner vi denne politikken igjen under mottoet
200 «Build back better». I euroområdet hører vi om «A European Green Deal».

Hvis den statlige pengebruken øker, er det én bekymring som melder seg: Kreditt som tas opp i dag, blir til gjeld som skal betales tilbake i morgen. Erfaringene fra de siste 40 årene viser at offentlig gjeld vokser i kriser, men at
205 den ikke faller tilbake når forholdene i økonomien normaliseres. Under finanskrisen tok myndighetene i flere industriland opp stor gjeld. Mye av gjelden var fortsatt utestående ved inngangen til fjoråret. I løpet av pandemien har lånebehovet igjen vært stort. Den offentlige gjelden har vokst til nye høyder.

210 Et vedvarende lavt rentenivå betyr at statlig opplåning fremstår som gunstig. Men frem i tid skal rentene opp igjen. Sentralbankenes balanser skal konsolideres. Noen land vil da befinne seg i en sårbar posisjon.

Norge skiller seg klart ut fra dette bildet. Vi var godt rustet til å møte den
215 økonomiske krisen som ble utløst av pandemien. I motsetning til mange andre land har vi kunnet føre en svært aktiv finanspolitikk - uten å ta opp gjeld. Vi hadde også handlingsrom i pengepolitikken.

Om en drøy måned er det 20 år siden dagens rammeverk for arbeidsdelingen i
220 den økonomiske politikken ble etablert. Finanspolitikken fikk handlingsregelen som rettesnor, mens pengepolitikken skulle styre etter et inflasjonsmål. Frem til 2001 hadde finanspolitikken hovedansvaret for å stabilisere sysselsetting og

225 produksjon. Etter omleggingen har pengepolitikken fungert som
førstelinjeforsvaret i konjunkturstyringen.

Pengepolitikkenes hovedoppgave er å sikre en stabil pengeverdi. Men den må ikke bli enøyd i forfølgelsen av sitt hovedmål. Pengepolitikken må også være realøkonomisk orientert. Ender et pengepolitisk regime opp med å forsterke
230 svingninger i økonomien, vil det over tid ikke overleve. Så lenge tilliten til lav og stabil inflasjon er godt forankret, kan pengepolitikken bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting.

Det pengepolitiske regimet har stått seg godt gjennom flere runder med kraftige
235 forstyrrelser til norsk økonomi. Både under finanskrisen i 2008 og etter oljeprisfallet i 2014 kunne pengepolitikken reagere raskt. I tillegg har kronekursen fungert som en viktig støtdemper. Da oljeprisfallet svekket Norges bytteforhold overfor utlandet, bidro en svakere krone til å opprettholde næringslivets konkurranseevne.

240 Med en styringsrente på 1,5 prosent kunne pengepolitikken igjen bidra da Norge og store deler av den globale økonomien stengte ned for snart et år siden. Styringsrenten ble i løpet av kort tid satt ned til null.

245 Rentekuttene traff bredt og frigjorde midler for bedrifter og husholdninger med gjeld. Etter hvert som smitteverntiltakene fjernes, vil fortsatt lave renter støtte opp under forbruk og investeringer. Det legger grunnlaget for at virksomheter kan komme i gang igjen.

250 Handlingsrommet i pengepolitikken er nå nær uttømt. Vi ser ikke for oss at renten vil bli satt ytterligere ned fra dagens nivå.

Men så lenge krisen pågår, er det behov for å stimulere økonomien gjennom ekspansiv pengepolitikk. Det reduserer faren for at ledigheten fester seg på et
255 høyt nivå. Samtidig medfører vedvarende lave renter en risiko for oppbygging av finansielle ubalanser. I Norge gjelder det særlig risikoen for sterk vekst i boligpriser og videre oppbygging av gjeld i husholdningssektoren. Når det er klare tegn til at forholdene i økonomien normaliseres, vil vi igjen søke å normalisere virkemiddelbruken - slik vi gjorde etter finanskrisen i 2008 og etter
260 oljeprisfallet i 2014.

265 Innretningen av pengepolitikken fremover vil påvirkes av når og på hvilken
måte budsjettpolitikken normaliseres. Myndighetene står her overfor en
vanskelig balansegang.

270 På den ene siden er krisen ikke over, og det er usikkerhet knyttet til
smittesituasjonen og fremdriften i vaksineringsen. Det er bakgrunnen for at
Stortinget har vedtatt å forlenge særskilte tiltak rettet både mot personer og
næringsliv frem til september.

275 Samtidig er det viktig at støtteordningene trappes ned etter hvert som
situasjonen blir mer normal. Strekkes tiltakene for langt ut i tid, risikerer man å
hindre nødvendige omstillinger i næringslivet. Arbeidstakere kan gå glipp av
muligheter til å søke nytt arbeid, og ledigheten kan feste seg på et høyere nivå
enn før krisen.

280 I tillegg gjør langsiktige hensyn det viktig å reversere den kraftige utgiftsveksten
gjennom krisen.

I løpet av fjoråret ble 300 milliarder kroner tatt ut av Statens pensjonsfond
utland for å dekke underskuddet på statsbudsjettet. Beslutningen om å bruke av
fondet har vært riktig. Et økonomisk sjokk av de dimensjonene vi har vært vitne
til, skal møtes med kraftfulle virkemidler. Fondet skal fungere som en buffer når
285 økonomien utsettes for forstyrrelser. Samtidig er fondet et generasjonsfond: De
oppsparte midlene i fondet skal fordeles mellom vi som lever i dag, og de som
kommer etter oss.

290 Pandemien er det tredje store økonomiske sjokket som treffer norsk økonomi i
løpet av få år. Hver gang har overføringene fra fondet til statsbudsjettet økt,
men uten å bli vesentlig redusert i etterkant.

295 I 2020 dekket fondet hver fjerde krone av utgiftene på statsbudsjettet. Men også
i mer normale år er overføringene store. I 2019 ble nær 18 prosent av utgiftene -
hver sjette krone - hentet fra fondet. Fordi fondet har vokst seg stort, har dette
vært mulig uten å bryte handlingsregelen.

300 I løpet av et tiår er offentlige budsjetter blitt sterkt avhengige av avkastningen på
Statens pensjonsfond utland. Fondet ble opprettet for å skjerme norsk økonomi
fra svingninger i oljeprisen. I dag er store deler av ressursene på sokkelen hentet

ut og plassert i internasjonale aksjer og obligasjoner. Fondet har vokst seg stort. Det har gitt handlingsrom i finanspolitikken. Men det har også gjort oss mer utsatt for svingninger i internasjonale verdipapirmarkeder. En sårbarhet er byttet ut med en annen.

Året 2020 har tydelig illustrert hvor raskt aksjemarkedene kan snu - i begge retninger. Nedgangen var mer brutal og oppgangen hurtigere enn vi tidligere har sett. I løpet av 22 dager falt verdensindeksen for aksjemarkedet med 20 prosent. Men markedene snudde raskt. Allerede i andre kvartal var fondets dårligste kvartalsresultat snudd til et av fondets beste.

Fondet har lagt bak seg flere år med god avkastning - over det som er forventet. Det gir ikke grunnlag for å justere opp forventningene til fremtidig avkastning - kanskje tvert imot.

Forventet realavkastning på fondet er anslått til tre prosent per år. Anslaget ble sist oppdatert i 2016 i forbindelse med beslutningen om å øke aksjeandelen i fondet. To størrelser var sentrale i beregningen. For det første, forventet avkastning på renteporteføljen. For det andre, størrelsen på aksjepremien, som er den ekstra betalingen vi forventer ved å ta risiko i aksjemarkedet.

Hovedtyngden av fondets renteportefølje er plassert i statsobligasjoner med lang løpetid. Når rentene faller, øker prisen på obligasjoner. Gjennom perioden med rentefall har derfor avkastningen på fondets renteportefølje holdt seg oppe. Men dette er en engangsgevinst. Rentene er nå kommet ned på et historisk lavt nivå, og forventet avkastning på fondets renteportefølje frem i tid har falt.

Aksjekursene har steget kraftig de siste årene. Vi har fått godt betalt for å ta risiko i aksjemarkedet. Men vi kan ikke legge til grunn at gevinsten vil være like høy fremover.

Skulle vi i dag gjenta beregningen fra 2016, ville endringen i rentenivået alene redusert anslaget på forventet realavkastning fra rundt tre prosent til om lag to prosent per år.

Slike anslag er grunnleggende usikre. Faktisk avkastning kan ligge både betydelig lavere eller høyere enn dette anslaget, slik fondets historie har vist. Like fullt er dette en usikkerhet vi bør ta innover oss når fremtidige statsbudsjetter skal

utformes.

For elleve måneder siden måtte Norge stenge ned. På det tidspunktet hadde vi ingen vaksine eller medisiner som kunne hindre sykdommen i å utvikle seg. Vi
345 måtte ty til velkjente grep. Håndsprit, såpe og varmt vann. Og ikke minst - holde god avstand til hverandre. Slik har det også vært her i Norges Bank.

Men tidene har endret seg. Under spanskesyken besluttet Norges Banks Direksjon å dele ut en daglig dose konjakk til ansatte som var syke eller følte seg
350 mindre vel. Og som Hovedkasserer Cederholm kunne meddele «...virkningen derav var momentan - ingen blev dårligere, alle ble bedre - den spanske syke grasserte ikke lenger i Norges Bank.»

I dag ville de fleste av oss takket nei til konjakk i arbeidstiden. Vi satser på
355 vaksinen. Det går mot lysere og bedre tider. Pandemien vil snart være på vei bort.

For de som er blitt ledige, permittert eller fått livet satt på vent, er dette godt nytt. Det gir også håp til bedriftsledere som har slitt med å holde virksomheten i
360 gang. Men for mange har rammebetingelsene underveis blitt endret. Pandemien setter spor. Bedrifter er stengt ned, studieløp er blitt endret, og arbeidsmarkedet etterspør kanskje ikke den samme type arbeidskraft som før.

I fortsettelsen skal vi holde fast på egenskaper ved samfunnet vårt, som har vist
365 seg å være styrker underveis.

Helsevesenet har gjennom hele pandemien kunnet gi forsvarlig behandling til alle som har blitt alvorlig rammet av covid-19.

370 Vi har støttet oss på et godt utbygd velferdssystem. Koronasyke og personer med symptomer har kunnet holde seg hjemme. Arbeidsledige har ikke stått uten inntekt.

I den økonomiske politikken har det vært rom for kraftfulle tiltak.
375

Men kanskje aller viktigst: Krisen har vist betydningen av tillit og solide institusjoner. Vi har hatt tillit til myndighetenes tiltak og til hverandre. Det er slik vi gjør det når landet rammes av en krise. Alltid. Uansett.

380 **Kilde**
www.norges-bank.no

URI
<https://www.virksommeord.no/tale/en-historisk-dyp-nedgang>

385

390

395

400

405

410

415