

INFLASJON PÅ VEI OPP...

14. september 2020

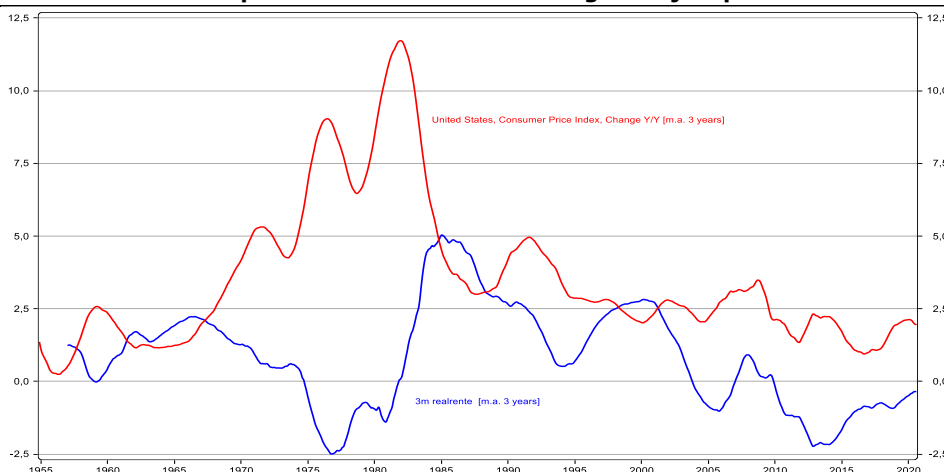
Sentralbanker har tatt et stadig større ansvar for å stimulere økonomien i årene etter 2008, og med korona har det nådd nye høyder. I USA har sentralbankens balanse økt med USD 3 000 mrd på et halvår. Lave renter og pengetrykking holder lånerentene nede, og øker aksjemarkedet. Baksiden er at både gjeld og inflasjon er på vei opp. Prisveksten i USA var i august 1,7%, ikke langt under inflasjonsmålet på 2%. I Norge steg underliggende prisvekst med 3,7%, pga økte importpriser som følge av kronesvekkelsen.

Sentralbanken i USA har rentemøte denne uken, og vil utdype signaler om endret mål for pengepolitikken. I en tale annonserte sentralbanksjef Powell at sentralbanken ville:

1. gå over til et **gjennomsnittlig inflasjonsmål**. Det betyr at om inflasjonen ligger under målet en periode, så vil sentralbanken tillate prisveksten å stige over målet en periode, slik at gjennomsnittlig årlig prisvekst blir 2%.
2. sikre at fulle sysselsetning er «**broad-based and inclusive**». Det er ikke nok med lav arbeidsledighet, lav-inntektsgrupper og minoriteter må også ha høy sysselsetningen.

Endringene er signal om at sentralbanken vil tillate høy prisvekst lenge for å sikre at utsatte grupper kommer i arbeid. Lav rente og pengetrykking fortsetter mao lenge. Og jo lenger tid til koronavirusvaksine, jo svakere forblir veksten og jo lenger blir behovet for kraftig stimulering med påfølgende risiko for videre prisvekst.

Det er en klar trend i retning at sentralbanker blir mer aktivistiske og tar større ansvar. Dette var en sentralbankpolitikk som ble ført også på 1970-tallet. Mange av de politiske, sosiale og økonomiske forhold vi ser i dag minner svært mye på det vi så på slutten av 1960-tallet. Høy vekst og høy produktivitetsvekst løftet levestandarden kraftig fra krigen og til midten av 1960-tallet. Men, økende velferd førte paradoksaltil til økende sosial uro. I USA eskalerte uroen til opptøyer og plyndringer, ikke ulikt det vi ser i dag. Sentralbankpolitikken endret seg og gradvis i takt med samfunnet, og sentralbankene bidro etter hvert aktivt med å stimulere økonomiene. Målet endret seg gradvis fra å kun sikre stabil prisvekst, til å i større og større grad sikre full sysselsetning. Et kraftig fall i produktivitetsvekst i økonomien ble ikke fanget opp, og den kraftige stimuleringen med negativ realrente førte til at inflasjonen kom ut av kontroll. Historien kan gjenta seg om vi ikke lærer. Resultatet av den lange inflasjonsperioden på 1970-tallet ble en kraftig politikkenring, som bidro til Reagans valgseier i 1980, og en mer politisk uavhengig sentralbank som ved hjelp av høye renter fikk kontroll på inflasjonen.

USA: lav realrente på 1970-tallet bidro til kraftig inflasjonspress

Elisabeth Holvik
Sjeføkonom
SpareBank 1 Gruppen

+47 95 12 64 61

elisabeth.holvik@sparebank1.no

www.sparebank1.no

Korreksjon etter all-time high i aksjemarkedet i USA

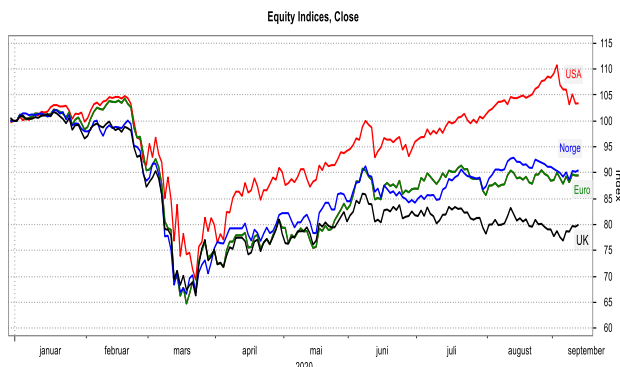
Teknologiaksjeindeksen Nasdaq har falt rundt 10% siden all-time high nivået for 2 uker siden. Den bredere S&P 500 indeksen har korrigert ned fra toppen 2 september, men er fortsatt opp 3,5% så langt i år. Torsdag denne uken er første rentemøte i USA etter at sentralbanksjefen annonserte endringen i tolkingen av inflasjonsmålet. At sentralbanken i USA tydelig har signaliserer at de vil tillate inflasjonen til å bli betydelig høyere enn inflasjonsmålet på 2% betyr at rentene vil bli holdt lave svært lenge i USA, og det er positivt for aksjemarkedet. I august steg prisveksten i USA til 1,3% årlig rate, og underliggende prisvekst var på 1,7%. Prisene på bruktbiler steg med hele 5,4% i august som følge av at mange har flyttet ut av storbyene og færre velger kollektivtransport.

I Norge er Oslo Børs ned rundt 10% så langt i år, tynget av svak oljepris. I UK er børsen ned 20%, preget av usikkerhet rundt Brexit etter at UK avslørte at de vurderer å bryte enkelte vilkår i utmeldingsavtalen med EU. I USA ble en ny stimuleringspakke stemt ned i kongressen etter at avtalen har vært forhandlet over siden begynnelsen av august. Alle demokratiske medlemmer av Senatet stemte ned forslaget om stimuleringsstiltak på USD 600 mrd rettet inn mot å hjelpe de mest utsatt områder, forlenge ledighetstrygd og utvide hjelp til små bedrifter. Det er lite trolig at det vil bli vedtatt noen ny pakke før valget i november. Det betyr at 20 millioner amerikanere som er arbeidsledige vil oppleve et fall i trygd på 60% i løpet av oktober.

Hvem som vinner valget i USA er helt åpent. En stor usikkerhet knyttet til valget er de mange poststemmene. Konservativt velgere vil stemme på dagen, mens liberale vil stemme på forhånd med en margin på henholdsvis 70/30 ifølge spørreundersøkelser. Et sannsynlig resultat på valgdagen vil derfor kunne bli at Trump vil ha solid ledelse, mens denne ledelsen vil reduseres og kanskje snus etter hvert som alle stemmer skal telles opp i de påfølgende ukene. Det vil kunne gi betydelig politisk uro, med påfølgende risiko for at uroen smitter over i finansmarkedet. Den største forskjellen på politikken til Trump og Biden, sett fra aksjemarkedet, er skattepolitikken. Biden har lovet høyere skatter, og dermed vil økt sannsynlighet for en Biden-seier trolig være negativt for aksjemarkedet (samme som etter valgseier til Obama). I tillegg ventes det at Biden vil bruke enda mer penger over statsbudsjettet, noe som vil øke gjelden videre og legge nytt press på USD. Frykt for turbulens i forkant og etterkant av valget i november har gjort at mange selskaper benytter anledningen nå med rekordlave renter til å låne penger, i august lånte bedrifter hele USD 210 mrd.

SSB la fredag frem oppjusterte prognoser for norsk økonomi, og de tror rentene vil begynne å stige allerede neste år. Selv om vi mener det er bra med høyere renter, så tror vi Norges Bank vil være veldig forsiktig med å signalisere tidligere renteøkninger enn andre land. Trenden globalt er at sentralbanker blir mer og mer aktivistiske og kreative. Som figuren under til høyre viser så er det stadig flere sentralbanker som benytter ukonvensjonelle virkemiddel for å stimulere økonomien. Jo mer aktivistisk sentralbank, jo mer vil det påvirke finansmarkedene. Negative realrenter etter skatt over lang tid vil påvirke investeringsadferd og syn på risiko, noe vi ser i Norge der uforholdsmessig stor andel av kapitalen går inn i boligmarkedet. Sentralbankene i USA, UK og Japan møtes denne uken og vil kunne gi nye signaler og bidra til ny optimisme til aksjemarkedet.

Aksjemarkedet utvikling så langt i år



Sentralbankers bruk av ukonvensjonelle virkemiddel

Central Bank Crises Policies

Is the policy in use or been used previously?

■ Yes ■ No Financial crisis 2008–2010 ——— Now

	Near Zero Rates	Negative Rate	Govt Bonds	Corp Bonds	Commercial Paper	Asset backed securities	Yield Control	Forward Guidance
Australia	Yes	No	No	No	No	No	No	No
Brazil	No	Yes	No	No	No	No	No	No
Canada	Yes	No	No	No	No	No	No	No
China	No	No	No	No	No	No	No	No
Euro Area	Yes	Yes	No	No	No	No	No	No
India	No	No	No	No	No	No	Yes	Yes
Japan	Yes	Yes	No	No	No	No	No	No
Mexico	No	Yes	No	No	No	No	No	No
Norway	Yes	No	No	No	No	No	No	Yes
Russia	No	No	No	No	No	No	No	No
Saudi Arabia	Yes	No	No	No	No	No	No	No
South Korea	Yes	No	Yes	Yes	Yes	No	No	No
Sweden	No	No	No	No	No	Yes	No	No
U.K.	Yes	No	Yes	Yes	Yes	No	No	No
U.S.	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No

Høyere inflasjonsmål i USA – følger Norge etter?

Sentralbankene i de fleste modne økonomier har styrt etter et direkte inflasjonsmål de siste tiårene. Normalt har målet vært å sikre en stabil prisvekst over tid, definert som en årlig vekst i konsumerpriser justert for avgifter og energi på 2% på rundt 2 års sikt. USA har hatt et todelt mål der sentralbanken skal sikte mot en årlig prisvekst på 2% over tid, og samtidig bidra til å sikre full sysselsetning. På et toppmøte for sentralbanker 27. august annonserte sentralbanksjef Jerome Powell at sentralbanken ville gå over til et «flexible form of average inflation targeting»¹. Det betyr at når prisveksten en periode har vært lavere enn 2%, så vil de akseptere en periode med høyere prisvekst, slik at gjennomsnittet over tid vil bli 2%. Dette er et klart skift i retning av å tillate høyere inflasjon, og det vil bety at sentralbanken vil holde renten lav lenge og fortsette å tilføre markedet rikelig med likviditet for å holde også lange renter lave. Den underliggende prisveksten i USA steg i august med en årlig rate på 1,7%. I Norge steg KPI-JAE med 3,7% i august. Vi venter at sentralbanken i USA vil komme med mer detaljerte signal på denne ukes rentemøte. Også i Norge venter vi at sentralbanken vil akseptere en høyere prisvekst en god stund fremover. Spørsmålet er om det kommer like tydelige signaler fra Norges Bank som det vi har sett i USA. Vi tror det vil skje en gradvis endring i kommunikasjon, og at Norges Bank etter hvert vil gi tilsvarende tydelige signal om at de vil godta høyere inflasjon for å «ta igjen» perioder der prisveksten har lagt under målet. Med en liten åpen økonomi med flytende valuta er det vanskelig for Norges Bank å ha en vesentlig annen strategi enn andre land, uten at det vil slå ut i kronekursen.

Gjennomsnittlig inflasjonsmål

Årsaken til at sentralbanken endrer inflasjonsmålet er frykten for at den kraftige stimuleringen av økonomien vil slå ut i høyere prisvekst før veksten er sterk nok til å redusere arbeidsledigheten nok. Sentralbanken kan ved en vedvarende høyere prisvekst enn målet på 2% føle seg presset til å øke rentene og risikere en bråstopp i veksten. Ved å tydelig signalisere at de vil tillate en inflasjon som er over inflasjonsmålet på 2% for en periode, vil de prøve å unngå at markedet begynner å prise inn renteøkninger for tidlig.

«Broad-based and inklusiv»

En annen like viktig endring av sentralbankens mål er at de omdefinerer det å sikre full sysselsetning til å være «broad-based and inclusive». Det betyr at det ikke er nok at aggregerte sysselsettingstall ser bra ut, de vil sikre at også lav-inntektsgrupper og minoriteter har økt sysselsetningen. Det er et ytterligere signal om at sentralbanken vil tillate høy prisvekst over en tid for å stimulere til at også utsatte grupper kommer i arbeid. Sentralbanken vil altså få et enda sterkere ansvar for å sikre høyere sysselsetning og at ansvaret strekker seg til at ulike minoriteter skal sikres økt sysselsetning.

Sentralbanken tar stadig mer ansvar

Det kan synes som en trend i USA at kriser i realøkonomien har ført til stadig utvidet ansvar for myndighetene til å sikre full sysselsetning. Antagelsen om at en kan styre realøkonomien ved hjelp av pengepolitikk ble teste til sitt fulle på 1970-tallet. Som jeg har skrevet mange ganger før så falt produktivitsveksten i USA (og mange andre land) brått på 1970-tallet. I sin samtid ble den svake veksten og stigende arbeidsledigheten tolket som et midlertidig konjunkturtilbakeslag, og en forsøkte å stimulere veksten ved å kutte renten og bruke mer penger over statsbudsjettet. Dette er helt parallelt til det vi ser i dag. Produktivitsveksten har falt markert i de fleste modne land de siste ti år, og en har forsøkt å stimulere veksten ved å kutte renten og bruke mer penger over statsbudsjettet. Vi har derfor svært mye å lære av de erfaringer en fikk på 1970-tallet. I en meget tankevekkende tale i 1979 reflekterer sentralbanksjef Arthur Burns over utviklingen i sentralbankpolitikk i USA, etter at han hadde vært sentralbanksjef i perioden 1970 til 1978². Mest interessant er det å forstå hvor sammenvevd sentralbankpolitikken er i den øvrige politikk og sånn sett reflekterer den generelle samfunnsånd.

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm>

² «The Anguish of Central Banking», by Arthur Burns, The 1979 Per Jacobsson Lecture.

Fra å stole på seg selv til å stole på staten...

Bakgrunnen for at sentralbanken i USA har et eksplisitt mandat om å sikre full sysselsetning var erfaringen fra massearbeidsledigheten på 1930-årene og den høye ledigheten etter andre verdenskrig. Etter at 1 av 4 ble arbeidsledige på 1930-tallet ble det umulig for familier å greie seg på den typiske amerikanske måte; hardt arbeid og å stole på oppsparte midler og familien for støtte. New Deal programmene på 1930-tallet la grunnlaget for en mer aktivistisk stat, og myndighetene skulle ikke bare gi hjelp til de ledige, de skulle og forsikre mot økonomiske problemer, hindre uheldig konkurranse, subsidiere «whortwhile» aktiviteter og regulere markeder. På et tiår gikk staten fra å være svært tilbaketrukket til å bli den ledende aktør i økonomien. På samme måte som folk ble overbevist under depresjonen at det var riktig av myndighetene å hjelpe de som ble arbeidsledige, så ble det en forventning etter andre verdenskrig at myndighetene skulle være i forkant og forhindre høy arbeidsledighet. Krigen hadde jo vist at det var mulig å skaffe «jobb» til alle. Ved hjelp av teoriene til John M Keynes, ble det forventet at myndighetene også i fredstid kunne bidra til å skape høy sysselsetning. I 1944 fremsatt Roosevelt en plan om å gjøre det til en rettighet å få en jobb, og i 1946 ble The Employment Act vedtatt, der det var føderale myndigheters ansvar å «promote maximum employment». Fra krigen og til slutten av 1960-tallet ble sentralbanken aktivt brukt til å dempe konjunktursvingninger, og perioden ble preget av stabilitet og økonomisk fremgang. Det amerikanske samfunnet endret seg dramatisk fra 1930-tallet og til etter krigen. Fra at det knapt eksisterte noe form for velferdsstat, ble det lovpålagt at staten skulle sikre høy sysselsetning.

1960-tallet – velstand avlet opprør

Perioden fra krigen til midten av 1960-tallet var preget av sterk vekst, høy produktivitetsvekst, høy lønnsvekst og stigende velferd for amerikanske familier. Tilgang på kreditt gjorde at familier kunne kjøpe egen bolig, bil og konsumvarer. Men, den økende velferd førte ikke til ro. 1960-tallet var preget av sosial uro, i liket med mange andre industrialiserte demokrati. Uroen eskalerte utover på 1960-tallet til opptøyer og plyndringer, ikke ulikt det vi ser i dag. Som Arthur Burns oppsummerer i sin tale var det en «*growing feeling of injustice by, or on behalf of, other groups – the poor, the aged, the physically handicapped, ethnics, farmers, blue collar workers, women, and so forth. In part the unrest reflected a growing rejection by middle-class youth of prevailing institutions and cultural values, in part it reflected the more or less sudden recognition by broad segments of the population that the economic reforms of the New Deal and the recent rise in national affluent had left untouched problems in various areas of American life- social, political, economic and environmental*». De mange krav om at myndighetene måtte rette opp alle feil og løfte alle grupper, førte gradvis til en mer og mer aktivistisk politikk med hensikt å løfte den økonomiske veksten og redusere arbeidsledigheten. Men, ved at politikere satte i gang stadig nye tiltak for å rette opp i ulike problemer som å utrydde fattigdom, øke velferdsgoder og øke kvaliteten på ulike områder som bolig og helsehjelp, så økte befolkningens forventninger og krav i takt. Det ble en oppfatning om at myndighetens rolle var å løse problemer og hindre ubehag for innbyggerne. Det utvidet seg til å bli en oppfatning om at dette også omfattet næringer i krise, regioner i krise, enkelte arbeidstakergruppe eller ulike sosiale grupper. Det ble en dynamikk med at det lønte seg å ha problemer, for da fikk en tilført midler. Summen av alle de gode tiltak ble økende inflasjon i den amerikanske økonomi.

Siden 1950 har de føderale budsjett stort sett gått med underskudd, og de siste årene har underskuddet, og dermed også statsgjelden, akselerert. Realiteten er at når staten går med budsjettunderskudd, så pumpes mer penger inn i økonomien enn det som trekkes inn i skatter og avgifter. Økt kjøpekraft gjør at etterspørselen etter varer og tjenester øker, og priser begynner å øke. På 1960 og 1970 tallet ble inflasjon sett på som et midlertidig problem, som en kunne akseptere som en kostnad for å nå det overordnede målet om full sysselsetning. Fall i BNP veksten utover på 1970-tallet ble tolket som et midlertidig konjunkturtilbakeslag i sin samtid, og responsen var å stimulere med å kutte renten og bruke mer penger over statsbudsjettet. Først i ettertid ble en klar over at det var et varig fall i produktivitetsveksten som var årsaken til svak vekst, og økt stimulering av økonomien resulterte i en akselererende inflasjon. Frykten for økt arbeidsledighet her og nå dominerte en eventuell økende inflasjonsfare på litt lenger sikt. Vektlegging av kortsiktig politisk gevinst over langsiktig stabilitet ga økonomien en inflatorisk retning. I tillegg resulterte ønsket om å hjelpe ulike sosiale grupper til at det ble innført ulike importrestriksjoner, minstelønninger ble økt, og det ble innført en lang rekke kostnadsdrivende regulering innen helse, sikkerhet og miljø – uten tanke og konsekvensutredning for hvordan

effekten ville bli i form av kostnadsøkning og dermed økt inflasjon. Produktivitetsveksten ble svekket av den økende skatt på både person og kapital, og av at svært lav realrente etter skatt bidro til feilallokering av kapital. Investeringer i næringslivet sakkert farten, og bidro i neste runde til å øke kostnader og priser, og USA ble mindre konkurransedyktig. Utvidelse av sosialt nettverk for arbeidsledige svekket incentivene til å jobbe.

Arthur Burns oppsummerer inflasjonspresset fra endrede samfunnsforhold til å være:

- Økende økonomiske forventninger
- Bredere deltagelse i politikken av marginale grupper som ga flere pressgrupper
- Myndighetenes økte ansvar for full sysselsetning
- Bedrede inntektssikringsordninger
- Økt omfang av reguleringer og krav til miljø og sikkerhet
- Økt forventning og press på myndighetene til å løse økonomiske og sosiale problemer

Sentralbankens rolle

I de fleste land er sentralbanken en utøvende part i den økonomiske politikken. Mandat og rapportering skjer til finansdepartement og til Storting/Kongress. Noen få land har en helt selvstendig sentralbank. På 1970-tallet var det relativt sterk politisk styring av sentralbanken i USA. I offentliggjorte opptak fra det hvite hus under President Nixon har det kommet frem at Nixon presset Sentralbanksjef Burns til å føre en stimulerende pengepolitikk i forkant av valget i 1972³. Utover på 1980-tallet ble trenden en mer selvstendig sentralbank, mens trenden etter 2008 har vært i retning sterkere politisk styring, og dermed mindre selvstendighet. I Japan ble en selvrådende sentralbank avsatt av President Abe og erstattet med dagens sentralbanksjef, som har ført en mer stimulerende politikk. Det land som har hatt den mest selvstendig sentralbank var Tyskland, siden USA i etterkant av andre verdenskrig bidro til en lovgivning som satte sentralbanken over politisk kontroll. Bakgrunnen var de svært dårlige erfaringene med en inflatorisk politikk drevet frem av Hitler i mellomkrigstiden i Tyskland. Den Tyske sentralbank mistet sin selvstendige rolle når den ble del av den Europeiske Sentralbank. I eurokrisen gikk den Europeiske sentralbank langt ut over sitt mandat, og førte en langt mer stimulerende politikk enn det den gamle tyske sentralbank ville ha kunnet. USA har og en svært selvstendig sentralbank. Men, som Arthur Burns så godt formulerer det så er også de ansatte i sentralbanken del av den filosofiske og politiske kultur i landet. Hver gang nye grupper skulle tilgodesees med velferdstilbud, var det en implisitt forventning at pengepolitikken skulle bidra til å finansiere gjennom lave renter og høy inflasjon. Hvis sentralbanken skulle ønske å heve renten for å dempe inflasjonspresset, vil de komme under kritikk fra Kongressen. Politisk press overfor sentralbanken er vi godt kjent med i Norge. Opp gjennom historien har sentralbanken hatt ulik grad av selvstendighet, fra relativt stor selvstendighet under Nicolai Rygg i mellomkrigsårene, til et tett politisk samkvem i årene etter andre verdenskrig. Den ulike tolkning over hvor selvstendig sentralbanken egentlig er ligger til grunn for den offentlige oppmerksomheten rundt Norges Banks ansettelse av Nicolai Tangen.

Kraftig økning i statsgjeld

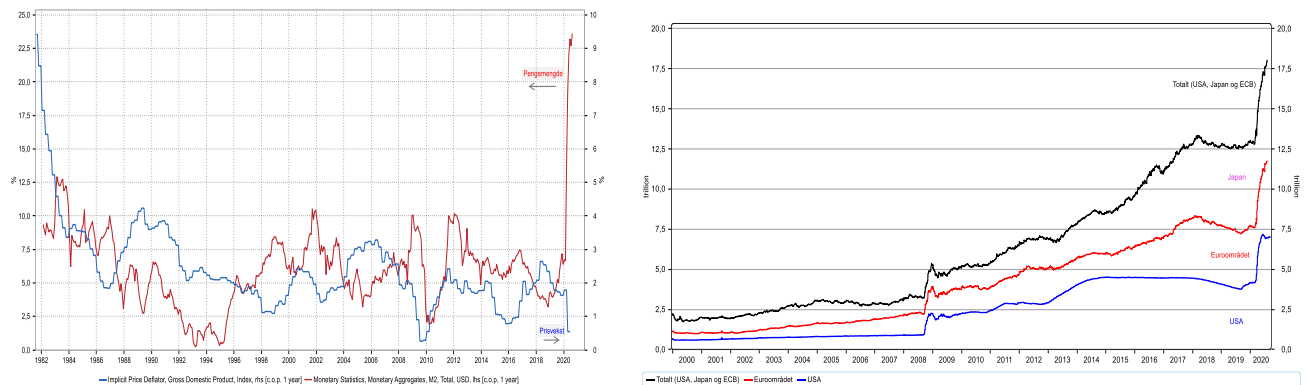
Som følge av store krisepakker vil trolig det føderale budsjettunderskuddet i år blir rundt 18% av BNP, og statsgjelden vil øke til over 100% av BNP. Statsgjelden har ikke vært høyere enn dette siden andre verdenskrig, da gjelden toppet ut på 119% av BNP. Statsgjelden etter andre verdenskrig ble raskt nedbetalt, og i 1960 hadde gjelden falt til rundt 40% av BNP. Gjelden ble finansiert med grovt sett 40% skatteinntekter og 60% av gjeld til lav rente som myndighetene påla institusjonelle sparere å investere i, såkalt tvangssparing (financial repression). I tillegg var det forbudt for banker å gi høye innskuddsrenter, så mange vanlige amerikanere sparte i slike obligasjoner tross lav rente. Kun 2% av amerikanere i etterkrigsårene eide aksjer, så det var få alternativer til statsobligasjoner. Men, den viktigste grunn til at gjelden gradvis ble mindre var den sterke veksten i økonomien med påfølgende høy prisvekst. I etterkrigsårene helt frem til slutten av 1950-tallet vokste den amerikanske økonomien med i gjennomsnitt med nesten 4% årlig. Amerikanske bedrifter

³ "How Richard Nixon Pressured Arthur Burns: Evidence from the Nixon Tapes". By Burton A. Abrams in Journal of Economic Perspectives, 2006

var verdensledende og hadde få konkurrenter globalt. Med opphevelse av priskontrollen under krigen ble det et hopp i inflasjon i etterkrigsårene. Siden renten på statslån ble holdt kunstig lav, så medførte høy inflasjon er kraftig negativ realrente.

Samlet for sentralbankene i USA, Euroområdet og Japan har balansen økt fra USD 12 500 mrd til 18 000 mrd siden mars, som vist i figuren under til høyre. I USA har veksten i pengemengde økt med hele 22%, målt i årlig rate. Normalt historisk har en så kraftig vekst i pengemengden ført til høy inflasjon.

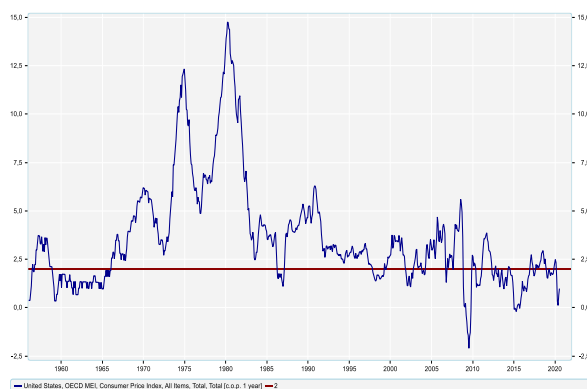
USA: kraftig vekst i pengemengden, lav prisvekst. Sentralbankene øker sine balanser, trykker penger



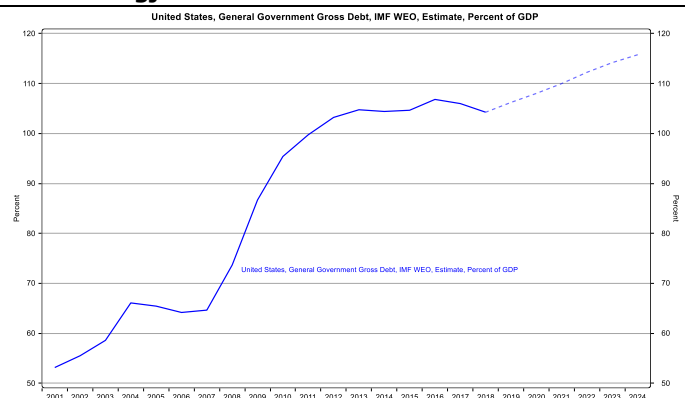
Kilde: Macrobonds, SpareBank1

Den ekstremt lave renten vil kunne lokke flere land til å låne mer for å stimulere økonomien om det blir vedvarende koronatiltak og dermed svak vekst. George Soros har foreslått å utstede evigvarende gjeld, der tanken er å ikke nedbetale hovedstolen, kun rente (perpetual bonds eller consols). Soros mener at om EU tar opp et slikt evigvarende lån på en størrelse på EUR 1 000 mrd, så vil de årlige kostnadene være på kun EUR 5 mrd årlig med en rente på 0,5%. EU medlemsland må vurdere om de skal bidra mer til det årlige budsjettet, noe som vil innebære skatteøkning, eller om de skal akseptere evigvarende lån og da kun få en liten økning i sine bidrag til det felles EU budsjettet.

USA: konsumpris årlig vekst



USA: statsgjeld i % av BNP



Kilde: Macrobonds, SpareBank1

Hva med Norge?

Norge hadde fra 2001 til 2018 et høyere inflasjonsmål enn våre handelspartnere. Det har gjort at vi har hatt høyere lønns- og prisvekst enn andre land, og gradvis fått svekket konkurransekraften. Underskuddet på handelsbalansen utenom olje var i fjor 400 mrd kroner. Få andre OECD-land har hatt svakere utvikling i eksport enn Norge de siste 25 år. En rekordsvak kronekurs hjelper eksportbedriftene. Men, de høye inntektene i eksportsektoren skaper rom for en høyere lønnsvekst i hele økonomien enn om kronekursen hadde vært sterkere. Vedvarende høyere lønnsvekst enn hos våre konkurrentland svekker konkurransekraften videre og kan gi enda svakere kronekurs. Inflasjonsmålet ble justert ned til 2% i mars 2018, og handlingsregelen ble redusert til 3%. Med koronanedstengning øker igjen pengebruken over statsbudsjettet, og sentralbanken bidrar med kraftig stimulering. Den underliggende prisveksten økte til 3,7% i august, trukket opp av høye importpriser som følge av svak kronekurs. Norges Bank vil trolig i likhet med sentralbanken i USA tillate at inflasjonen skyter godt over målet, og vil trolig komme med gradvis endret kommunikasjon for å berolige markedet om at rentene vil holdes lave lenge. Det øker presset på regjeringen for å finne andre virkemiddel for å dempe gjeldsveksten og prisoppgangene i boligmarkedet. Norge har i tillegg til de stemningsskifter som vi har sett i sentralbankpolitikk i USA hatt en særutfordring med de store oljeinntektene.

Svekket konkurransekraft en villet politikk

Alle land som har funnet naturressurser som gull, sølv, gass og olje har fått problem med konkurranseevnen over tid. Hvor stor svekkelsen av konkurranseevnen blir, avhenger av hvor mye av inntektene som ble tatt inn i økonomien og hvordan pengene ble brukt. I 2001 fikk vi en handlingsregel som begrenset den årlig innfasing til statsbudsjettet til 4% av oljefondet. For å hindre en pris- og lønns spiral, fikk Norges Bank ansvar for å sikre en årlig inflasjon over til på 2,5%. Lå det an til for rask og stor innfasing av oljepenger, skulle Norges Bank svare med å heve renten. Et norsk inflasjonsmål 0,5%-poeng over inflasjonsmålene til våre handelspartnere betød at en planla for en gradvis svekkelse av konkurranseevnene. Tidligere sentralbanksjef Svein Gjedrem forklarte i en tale i 2002 at med et høyere inflasjonsmål, vil en implisitt akseptere en høyere lønnsvekst enn handelspartnere, at næringslivets konkurranseevne vil svekkes og størrelsen på konkurranseutsatt sektor vil bli redusert. «*I det lange løp må lønningene stå i forhold til de verdier som skapes av de sysselsatte. Størrelsen på konkurranseutsatt sektor vil påvirkes av hvor mye oljeinntekter som tas inn i norsk økonomi.*». Tanken var at når vi var ferdig med perioden med økende innfasing av oljepenger, så måtte lønnsveksten på ny reflektere produktivitetsveksten. Historisk har sysselsetningen i konkurranseutsatt sektor gått i bølger. Særlig fra 1977 til 1984 og fra 1987 til 1992 var det kraftig avskalling i industrien. Gjedrem advarte i sin tale fra 2002 om at vi tok en risiko ved å bevisst svekke konkurransekraften, og dermed bygger ned industrien. Det gjør økonomien mer sårbar ved at vekstevnen i økonomien, og med det grobunn for læring, innovasjon og utvikling kan bli svekket når en mindre del av næringslivet blir utsatt for intens internasjonal konkurranse.

Hvorfor så kraftig kronesvekkelse i mars?

Når konkurranseevnen svekkes, får en solgt mindre varer og importen øker. Lavere etterspørsel etter kroner, og høyere etterspørsel etter valuta for å betale for import, svekker valutakursen. I Norge forsterkes problemet av at det er konkurranseutsatt sektor som setter rammen for lønnsoppgjørene. Svak krone gjør at eksportbedrifter blir mer konkurransedyktige, og dermed øker rommet for økt lønn. Denne lønnsrammen blir så gjeldene for hele økonomien inklusiv offentlig sektor. At den konkurranseutsatte sektor blir en stadig mindre andel av økonomien får liten betydning. Selv utviklingen i trygde og pensjoner knyttes opp til lønnsnivåene i konkurranseutsatt sektor. Jo svakere kronekurs, jo bedre blir konkurransekraften, og jo høyere kan lønnsrammen settes for hele økonomien. Med en økende offentlig sektor og flere som står utenfor arbeidslivet, øker også behovet for skatteinntekter når lønningene øker. Det blir en negativ spiral med svakere vekstkraft og et økende potensielt skattetrykk. Internasjonale investorer vil bli mer skeptiske til å investere i landet. I perioden etter oljeprisfallet i 2014 har flere utenlandske selskaper redusert aktiviteten i Norge. I krisetider søker kapitalen til trygge havner, til land med orden i økonomien og til bedrifter som har trygg inntjening, lav gjeld og store reserver. I mars i år fikk vi en ukontrollerbar kraftig svekkelse av kronen, som kun ble stoppet av at Norges Bank støttekjøpte kroner, og sentralbanken i USA lånte ut amerikanske dollar til Norges Bank og andre sentralbanker rundt om i verden. Siden USD er verdens reservevaluta vil alle som handler i det

internasjonale kapitalmarkedet ha behov for å stille sikkerhet for handler i amerikanske dollar. Den norske kronen svekket seg i mars til et nivå den aldri tidligere har hatt mot USD, og det er et alvorlig tegn på hvor sårbar norsk økonomi er blitt. Fortsatt er kronen svakere målt mot EUR enn den var i februar i år.

I perioden fra år 2000 har grovt sett lønningene i Norge doblet seg, mens den har økt med kun 30% i Tyskland, Frankrike og Spania, og med økt med 45% i Sverige. Samtidig har produktivitsveksten falt fra i gjennomsnitt 3,3% fra 1998-2007 (i markedsrettede næringer i fastlandsøkonomien), til kun 1% i perioden fra 2008-2018. I offentlig sektor er trolig produktivitsveksten null, om ikke negativ.

Vi har bevilget oss et velferdsnivå som er høyere enn de løpende skatteinntektene. For å dekke opp gapet, tærer vi på sparekontoen. Fremover vil det gapet øke i møte med en aldrende befolkning og en økende andel innvandrere fra ikke-vestlige land. På kort sikt kan vi trekke på sparekontoen, men det er ikke en bærekraftig vei i lengden.

Hva må til?

På samme måte som en i perioden etter 2001 planla for å svekke konkurransekraften, må en nå lage en plan for å styrke den. Det innebærer at lønnsveksten må følge produktivitsveksten, og helst være lavere en periode. En bør redusere størrelsen på offentlig sektor, for å dempe press på lønninger og priser og dermed gi rom for en noe større konkurranseutsatt sektor. Dette handler ikke om ideologi om hvorvidt det er bedre med offentlige eller private løsninger, det handler om at over tid er det kun vekst i produktivitet som betyr noe for å løfte velstanden i et land. Vi har og mange eksempler fra våre naboland i sør i euroområdet på hva som skjer med land som tillater en mye høyere lønns- og prisvekst enn nabolandene. Hadde vi hatt en fast valutakurs, slik de har i euroområdet ville den eneste måten å bedre konkurransekraften på være å foreta en intern devaluering, altså redusere priser og lønninger internt i økonomien inkludert offentlig sektor. Skal norsk næringsliv være konkurransedyktige må skatter og avgifter også være konkurransedyktige. Ellers vil bedrifter kunne flytte aktivitet til andre land, og investorer vil kunne investere i andre land.

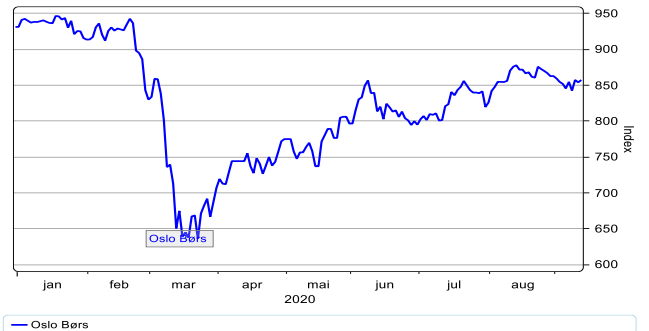
Svakheten med den økonomiske politikk som ble innført i 2001 var at det ikke var noen klar strategi for hvordan bedre konkurransekraften etter at perioden med planlagt svekkelse var over. Nedjustering av inflasjonsmålet til 2% var et viktig skritt, likeså å justere ned handlingsregelen til 3%. Men, med koronakrisen øker oljepengebruken på nytt, og inflasjonen er på vei opp. Spørsmålet er hvordan skal vi motivere til å styrke konkurransekraften? Hvordan få lønnsveksten til på nytt å gå i takt med produktivitsveksten? Og hvordan skape forståelse for at det ikke er mulig å ha vesentlig høyere skattenivå i Norge på eierskap i næringslivet uten at det resulterer i utsalg, lavere investeringer og utflytting. På kort sikt ligger det an til en periode med svært lave renter, og stigende inflasjon. Det betyr vedvarende negative realrenter.

Utviklingen i ulike markeder

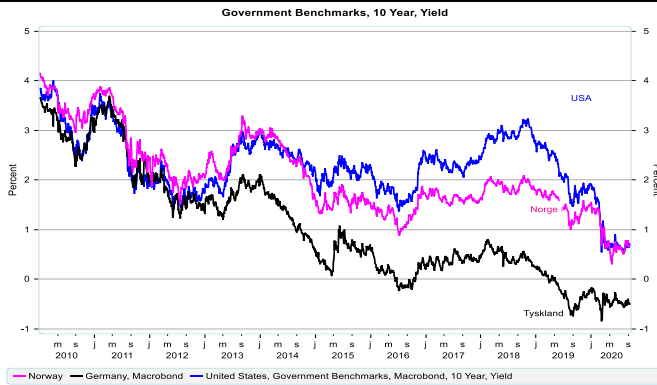
Norge – Oslo børs siden 2010



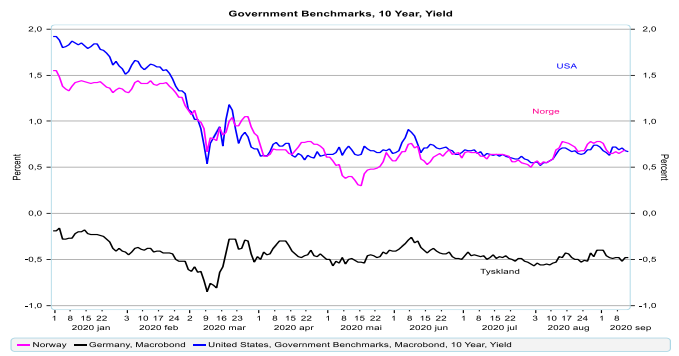
Norge – Oslo børs siden årsskifte



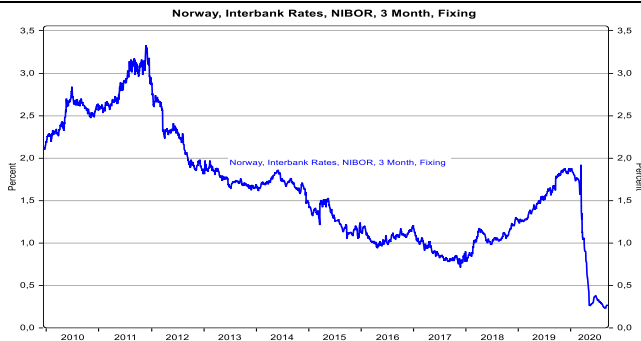
10 års statsrente – Norge, Euro, USA



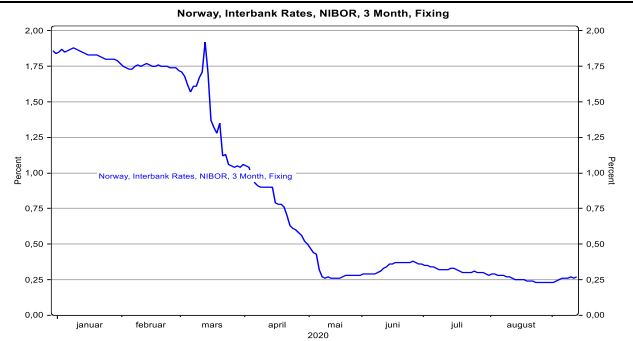
10 års statsrente siden årsskifte



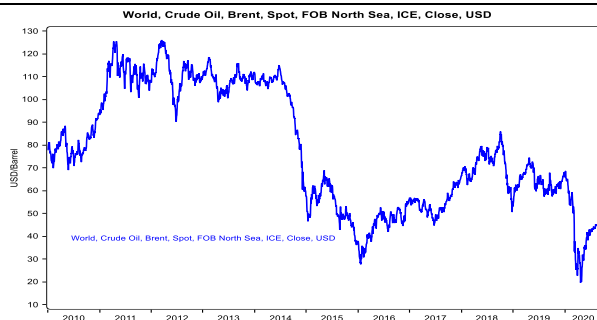
3 måneders interbankrente (NIBOR)



3 m NIBOR siden årsskifte



Oljeprisen siden 2010



Oljeprisen siden årsskifte



Kilde: SpareBank1, Macrobonnds