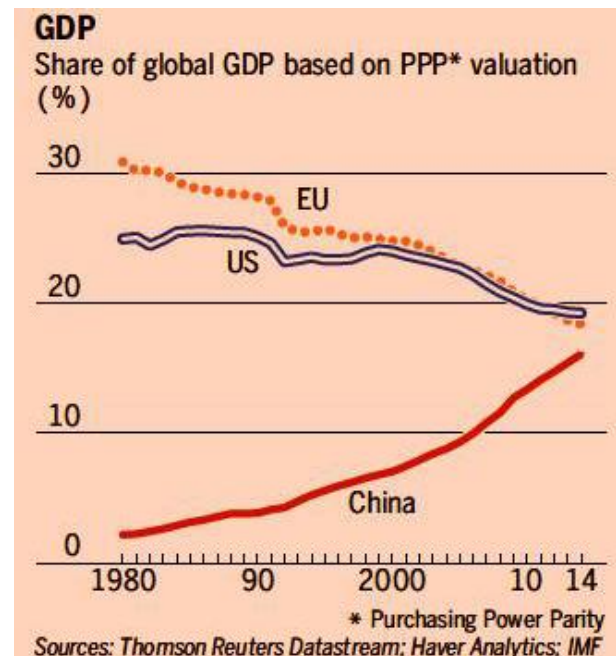


Arne Jon Isachsen
Pensjonskassekonferansen
15. april 2015

MAKROPERSPEKTIVER



**Verden har gått inn i en periode preget av "systemic disorder".
(William Hague, Storbritannias utenriksminister)**

- 1. Hva har skjedd i Kina?**
- 2. Secular stagnation?**
- 3. Utfordringer for Norge**

1. Hva har skjedd i Kina?

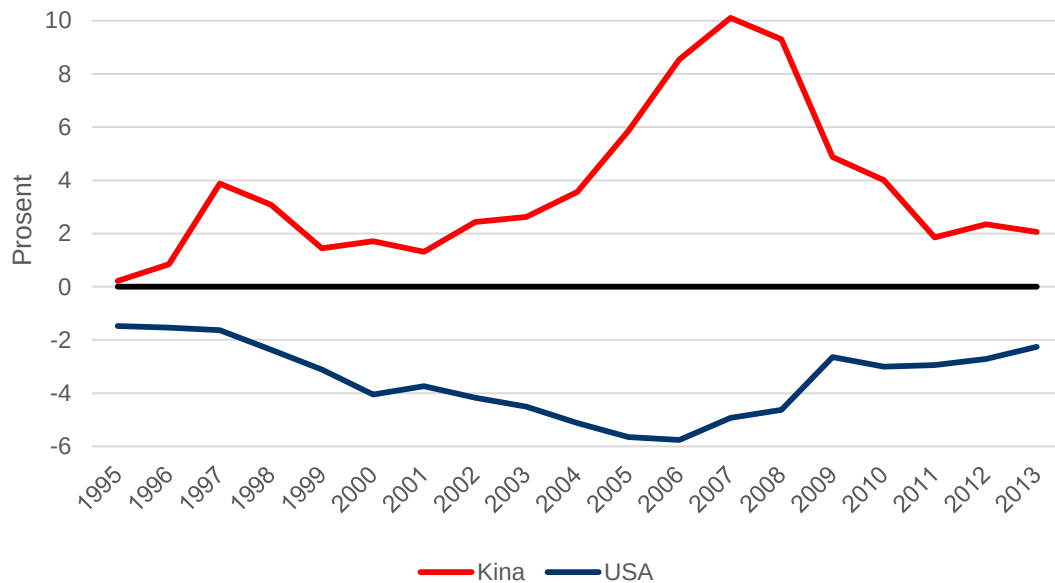
Xi: Reformfri periode over. Kina noe annet i 2015 enn i 2012.

November 2013: Møte i sentralkomiteén (370 menn) med viktige vedtak for arbeidet fremover. BRUKE markedet for omstrukturering.

Oktober 2014: Nytt plenum. "Rule of Law" som tema.

Skape legitimitet ved Kamp mot Korrupsjon

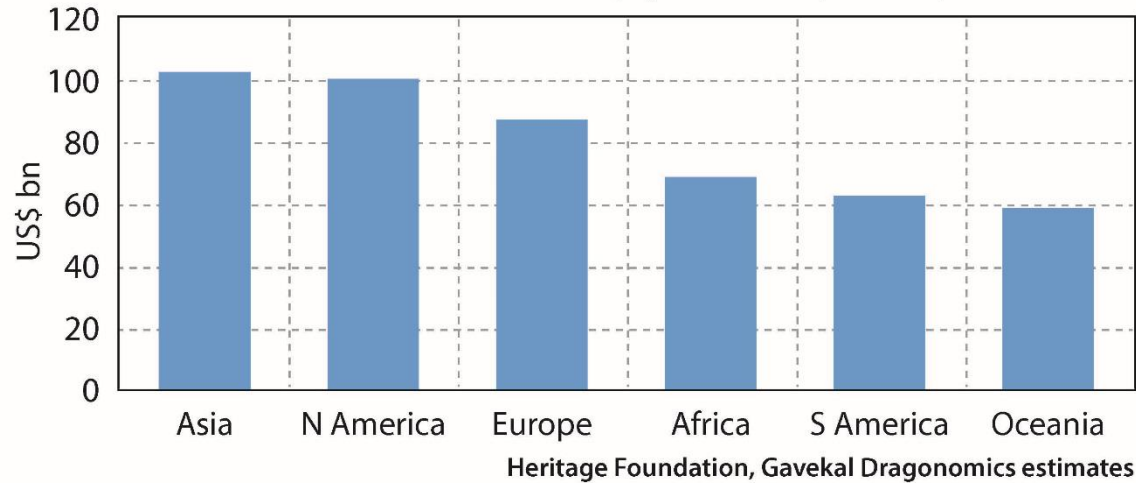
Driftsbalansen som andel av BNP



Kilde: Verdensbanken

China invests everywhere

Destination of Chinese ODI, by continent (2005-13)



Kilde: China Economic Quarterly, June 2014

Neste femårs-plan, 2016-2020, med fokus på fordeling

Man snakker om «New Normal», at den økonomiske veksten kommer ned på syv-tallet og etter hvert på seks-tallet.

Forenlig med full sysselsetting? Viktig at tjenesteyting tar større andel.

- Mindre forurensende
- Skaper 30 prosent flere jobber enn industri pr. BNP-enhet

BRICS – lite felles i utgangspunktet.

Viktig for Kina med nettverk uten at USA er med.

Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB) meget vellykket.

- USA prøvde å «nekte» andre land å bli med
 - Men det gikk dårlig – bare Japan fulgte opp
 - UK, Frankrike, Tyskland, Australia, Sør-Korea blir alle med

Zbigniew Brezinski:

«If we treat China like an enemy they will become an enemy»

Mer om Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB)

Kina har 3,8 prosent av stemmene i IMF – og 16 % av verdens BNP.
Den amerikanske kongressen vil ikke endre dette

- AIIB – og vil bygge veier, jernbane, havner for å binde andre land til seg.
- Minner om Marshall-hjelpen.
- Fordel for Kina at USA lite til stede mange steder der disse tingene skal bygges.
- Sentral-Asia, Sørøst-Asia og Midtøsten, til Øst-Europa og Vest-Europa.

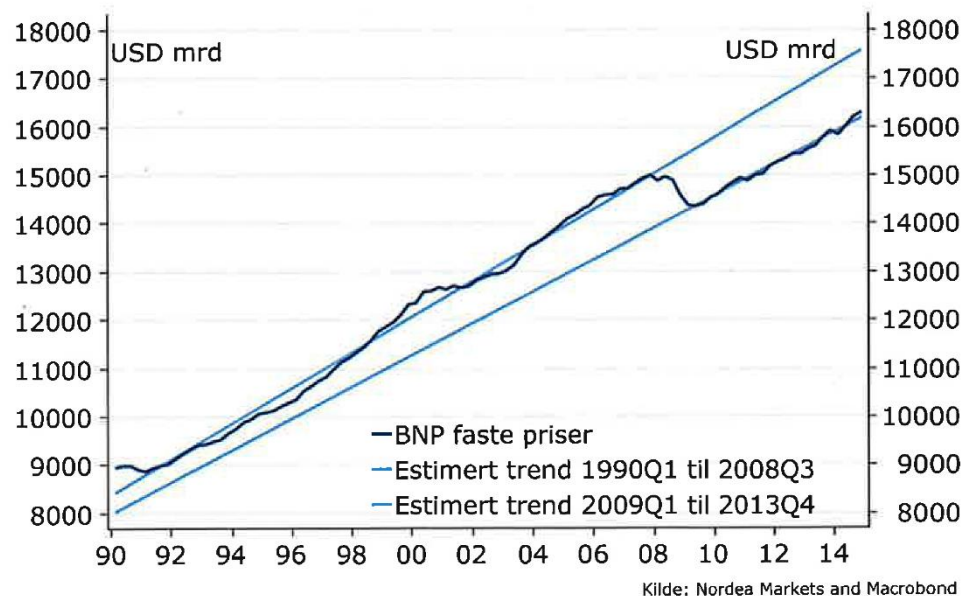
Politisk dimensjon – skaper engstelse hos noen.

- Men Kina har tonet ned aggressiviteten i Kinahavet den siste tiden.
- Ser ut til å legge seg på en mykere linje

The Silk Road Economic Belt and the Maritime Silk Road



2. Secular stagnation



Siste 15 år, vekst parallelt med finansielle ubalanser

- Japan, staten låner for å holde aktiviteten opp, fra sine egne
- USA låner fra resten av verden ved underskudd på handelsbalansen
- Euroland i periferien låner fra euroland sentralt

For alle tre situasjonene – gjeld akkumuleres utover hva som lar seg betjene

Etter finanskrisen, vil ikke ha det slik.

Macroprudential policy, det nye virkemiddelet
Overvåker HELE det finansielle systemet

Ikke tillate for store risikofylte låneopptak, samt mer egenkapital i bankene

Fordel: Unngå kriser

Ulempe: Får ikke den økonomiske veksten i gang.

Konsekvens: Lave renter i lang tid fremover.

Grunnleggende problem: Balansen mellom sparing og investering har endret seg.
Der spares mer og investeres mindre. Klassiske problemet til Keynes.

Resultat: Samlet etterspørsel i økonomien for lav
Konsekvens: Lavere realrenter lenge
Seks grunner for dette (Larry Summers 2014)

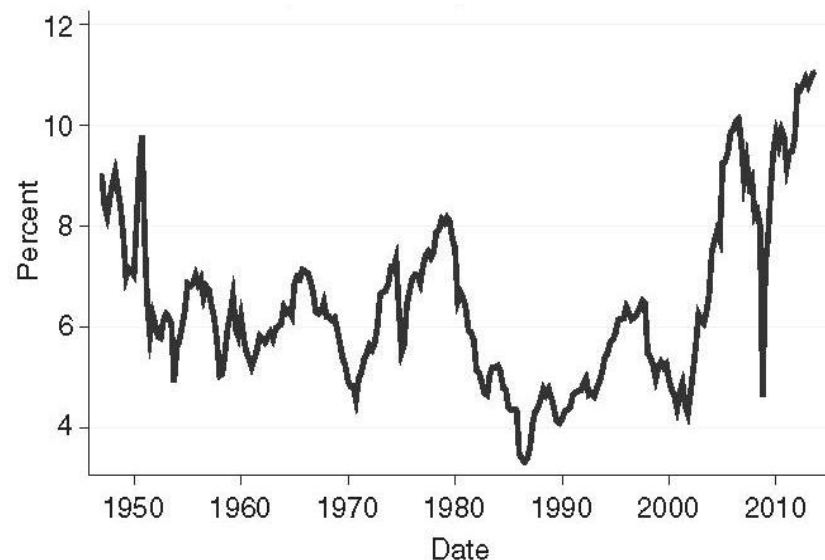
Første grunn

Mange bygger ned sine lån – ”deleveraging”.
Skremt av finanskrisen og vil ha en penere
balanse

Gjelder husholdninger og foretak og nasjoner.
Blir ikke økt etterspørsel av slikt.

Apple og Google svømmer i cash.
Men realinvesteringer uteblir.

Bedriftens fortjeneste, som andel av BNP



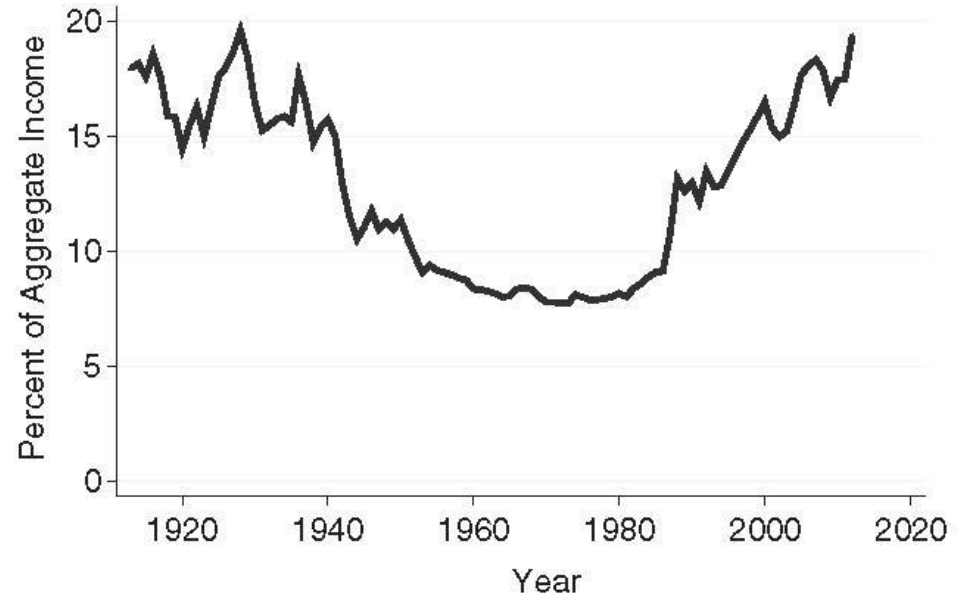
Kilde: Fig. 9. Summers, Lawrence H. U.S. Economic Prospects:
Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound.
Business Economics Vol. 49, No. 2, 2014.

Andelen av inntekt til 1% på topp

Andre grunn

Overskudd brukes til
tilbakekjøp av aksjer.
Management får mer i bonus.

Inntektsfordelingen blir
ytterligere skjev.
Samlet konsum dempes



Kilde: Fig. 10. Summers, Lawrence H. U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. Business Economics Vol. 49, No. 2, 2014.

Tredje grunn

- Nedgang i befolkningsveksten

FØR eldrebølgen setter inn, spares der meget (Japan)

NÅR eldrebølgen skyller over landet, trekkes det på sparingen

MEN: Ser ikke slik ut for Japan. Man har vendt seg til å spare –
og fortsetter med det

- Redusert vekst i produktivitet.

Begge deler bidrar til å trekke ned langsiktige realrenter

Fjerde grunn

Lavere inflasjon og skattefordel av rentefradrag svekkes.
Dermed dempes realinvesteringene

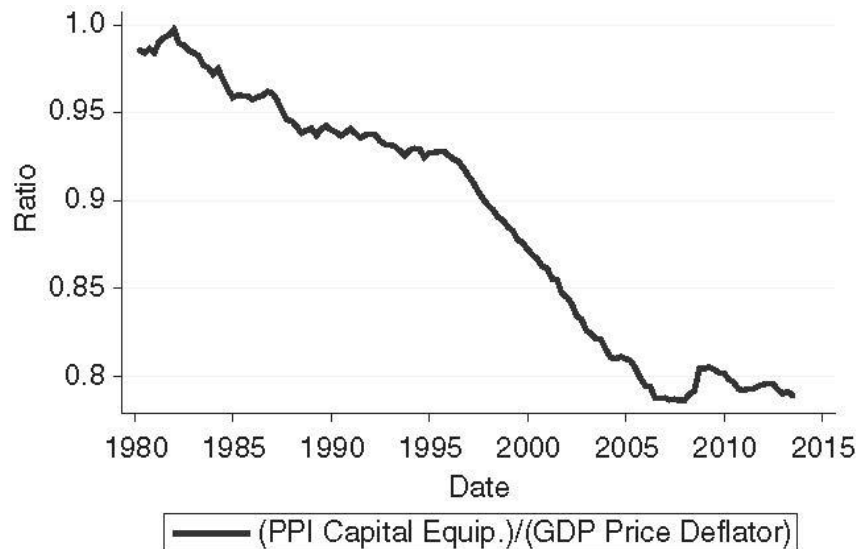
Femte grunn

Pris på "capital goods" blitt relativt lavere over tid.

Hvilket betyr at en gitt fysisk investering koster mindre.

Etterspørselseffekten av realinvesteringer faller.

Pris på «capital goods»



Kilde: Fig. 11. Summers, Lawrence H. U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. Business Economics Vol. 49, No. 2, 2014.

Sjette grunn

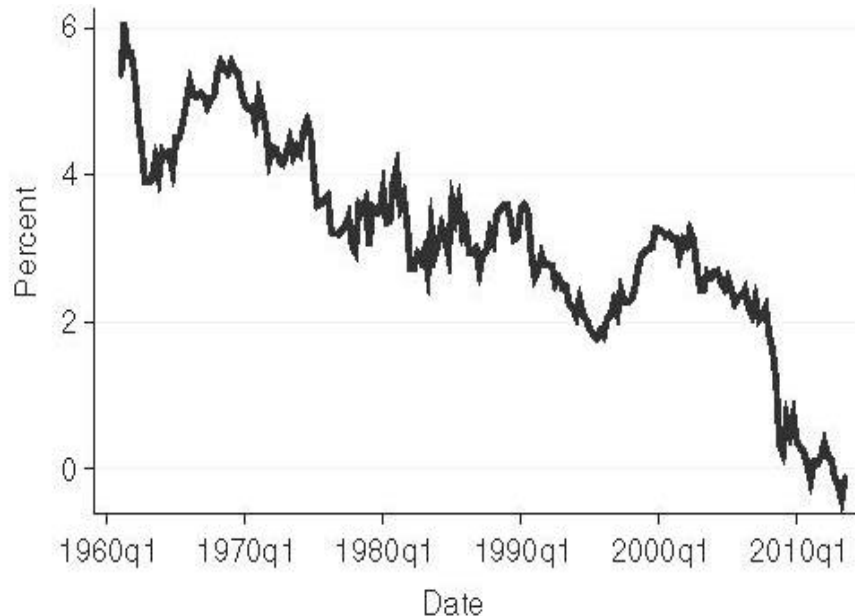
Ubalanse i verdenshandel. Land med overskudd kjøper verdipapirer. Norge, Tyskland, Japan, Kina, Taiwan, Singapore, Sverige, Danmark, Nederland, etc.

Trekker prisen på verdipapirer i USA og andre land opp, og renten ned.

Sammenfatning

Arbeid som viser utviklingen av den naturlige realrenten i USA. Likevekts realrente har gått fra 6 prosent i 1960 til nær null prosent nå.

Den naturlige realrenten i USA



Kilde: Fig.14. Summers, Lawrence H. U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. Business Economics Vol. 49, No. 2, 2014

Med realrente på null og inflasjon på 1 – 2 prosent, blir den nominelle renten også mellom 1 og 2 prosent.

NOMINELL RENTE = REALRENTE + INFLASJON, Realrente rundt null, som betyr at

NOMINELL RENTE = INFLASJON

Hva tror du om inflasjonen i USA og Euroland. Rundt 1-2 prosent?

Annen beregning av William H. Gross i PIMCO: Nøytral realrente er nå minus 0,25 prosent. Historisk på lang sikt er en realrente på statsobligasjoner mellom 2 og 3 prosent det vanlige.

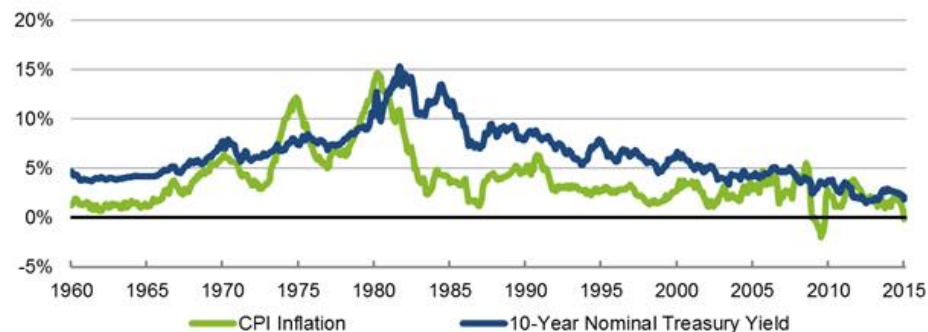
FED vil ha rente som gir full sysselsetting.

FED bestemmer kun korte renter.

Men lange renter er jo også lave. Hvorfor?

- Fordi likevekts realrente er lav.
- FED kan marginalt påvirke lange renter ved Quantitative Easing.

Interest Rates and Inflation



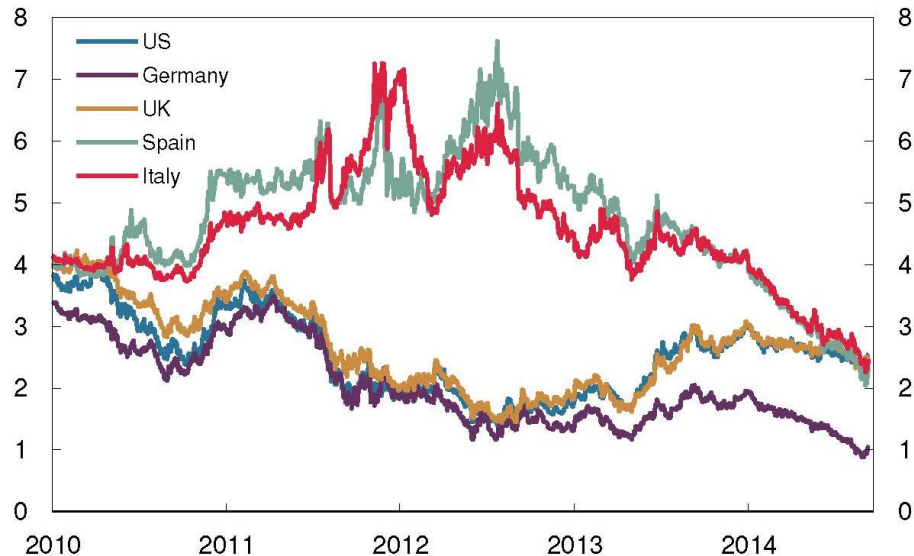
Source: Federal Reserve Board, BLS.

BROOKINGS

Siden finanskrisen brøt inn over verden har rentene sunket kraftig.

Tiårs stat er nå 0,2 % for Tyskland –
Femåring har negativ rente.
Knappt positiv realrenter hos noen

Figur 1: Rente på 10-årige statsobligasjoner.
Prosent. 1.1.2010-11.09.2014



Kilde: Fig. 1.5. MONETARY POLICY REPORT WITH
FINANCIAL STABILITY ASSESSMENT 3/14, NORGES BANK

3. Utfordringer for Norge

Ny situasjon for Norge – har ikke lenger bare venner. Her er noen fiender:

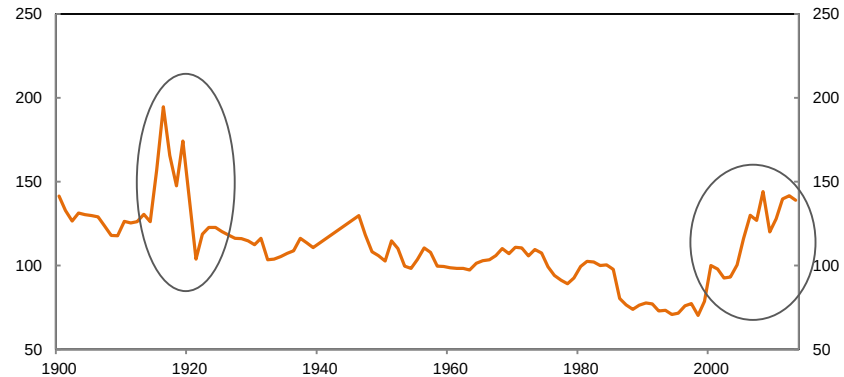
- Kina
- Uganda
- Russland
- Syria

Churchill: "Har De fiender? Godt. Det betyr at De har kjempet for noe, engang i Deres liv."
Setter norsk utenrikspolitikk på alvorlig prøve.

... utfordringer for Norge ...

Festen er over.
Bytteforholdet på vei nedover

Bytteforhold (eksportpriser delt på importpriser).
1900-2013. Indeks 2000=100

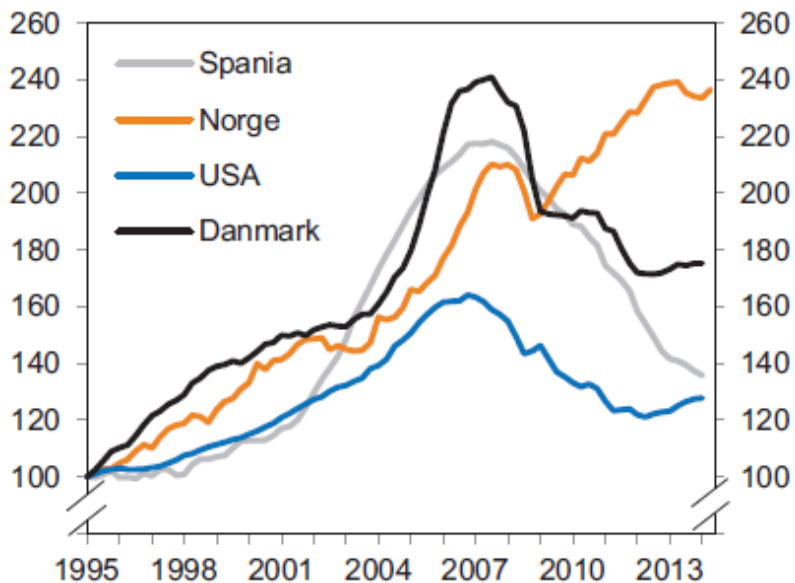


Kilde: Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.

... utfordringer for Norge ...

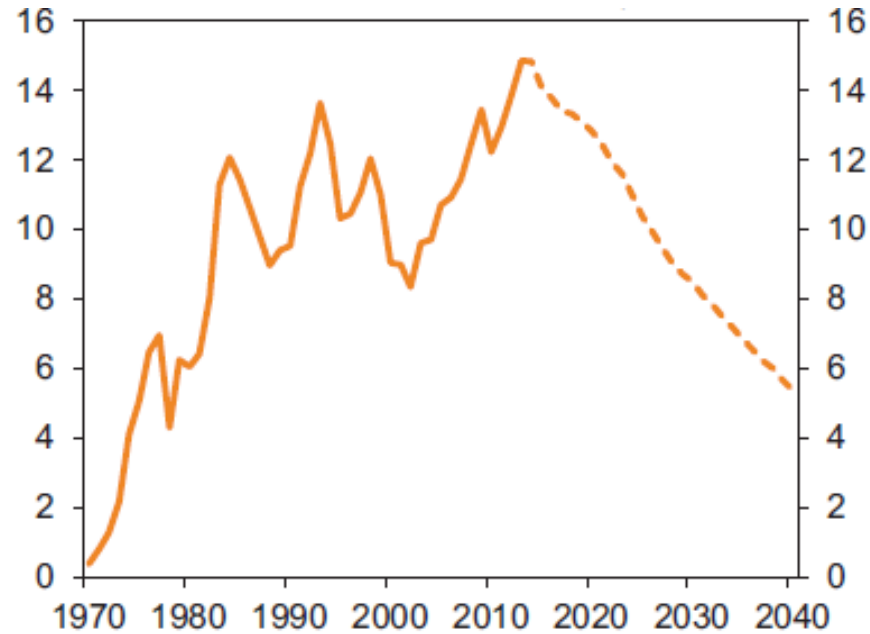
Utviklingen i boligprisene i Norge avviker fra utviklingen i andre land.....

Reelle boligpriser i utvalgte land.
Indeks, 1.kv.1995=100. Sesongjusterte tall



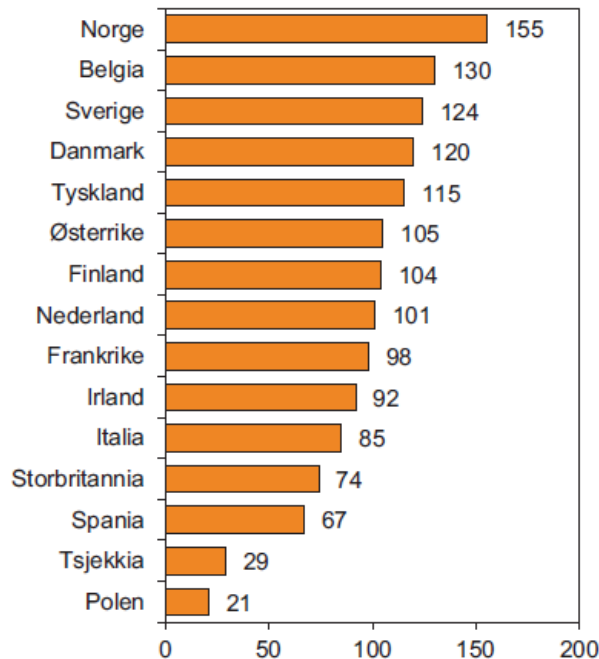
Kilde: Fig. 2.5.B. Nasjonalbudsjettet 2015

Etterspørselen fra petroleumssektoren. Prosent av BNP Fastlands-Norge



Kilde: Fig. 2.3 A. Nasjonalbudsjettet 2015.

Timelønnskostnader i industrien i Norge og hos handelspartnerne i EU i felles valuta 2013. Vektet gjennomsnitt for handelspartnerne



Kilde: Fig. 3.19. Nasjonalbudsjettet 2015.

Norsk økonomi står ovenfor store utfordringer dersom varig lavere oljepriser.
Med vel 300.000 arbeidstakere i olje- og oljeavhengige jobber.
I kombinasjon med stagnasjon i EU og fallende vekst i Kina.

Hurra for egen valuta. Hurra for LO og NHO.

Dessuten – uro i resten av verden - politisk og økonomisk
Lavere vekst kommet for å bli?
Lagarde i IMF engstelig for det.
Prognose for global vekst nylig tatt ned fra 3,4 prosent til 3,0 prosent.