

# Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 14. februar 2008.

Det er 200 år siden Henrik Wergeland ble født. Han hadde i perioder sitt virke nettopp her i Kvadraturen. Stykkene hans ble satt opp på Christiania Theater som lå på Bankplassen, og som riksarkivar hadde han kontor på Akershus festning et steinkast herfra.

Wergeland bodde en periode ved Grønlia nedenfor Ekeberg. For å komme til byen rodde han over Bjørvika. Båten fortøyde han nær traktør Bekkevolds vertshus i Skippergata, et sted vi i dag kjenner som «Grei Kafé». Der møtte han også kroeierens datter, Amalie Sofie, som ble hans kone.<sup>1</sup>

Wergeland skrev diktet «Følg kaldet!», hvor vi finner et vers som mange kjenner:

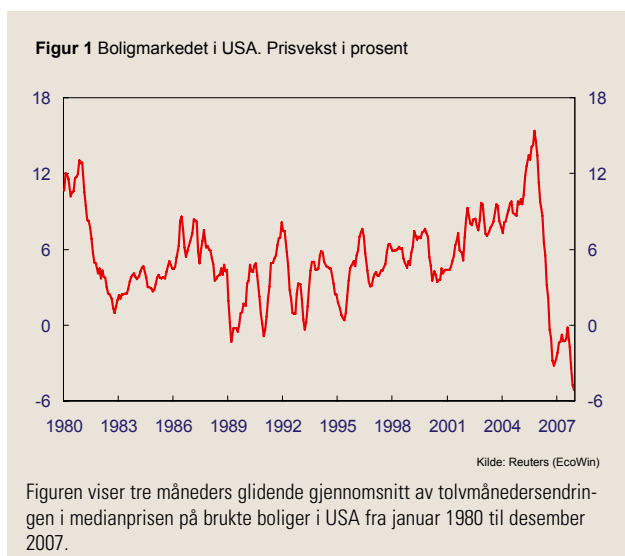
*«Ung maa Verden endnu være,  
Slægtens Sagas lange Lære  
endnu kun dens Vuggesange  
og dens Barndoms Eventyr.  
Endnu leve Chaos' Dyr [...]»<sup>2</sup>*

Kaaset og frykten meldte seg med full tyngde i finansmarkedene sist høst. Vi ser igjen at aktørene lider av kort hukommelse.

## Om kriser, ubalanser og bobler

Prisene på boliger begynte å falle i USA i 2006 (fig. 1). Det ble meldt om mislighold på boliglån, men de fleste trodde at det bare var lånene i en avgrenset del av markedet som var utsatt.

Det første varselet om at noe større var i gjære kom i fjor vinter. I løpet av sommeren ble det klart at tapene hadde spredt seg, og da til statlig eide tyske banker.



Også andre banker, fond og finanshus i Europa, Asia og USA fikk merke uroen, og etter hvert dukket tap opp hvor vi kanskje minst ventet det.

En europeisk kollega sammenliknet finansuroen med en filmproduksjon: Den ble spilt inn i USA, hadde premiere i Tyskland og ble spredt og spilt over hele verden. Og som dere vet, ble den også vist på norsk bygdekino sist høst.

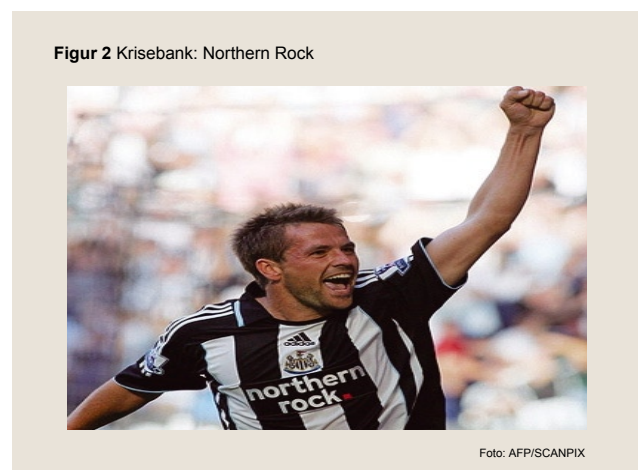
I tillegg til tyske banker, har en liten dansk og en ganske stor engelsk boligbank kommet i alvorlige vansker. På St. James' Park i Newcastle lyser reklame for den kriserammede britiske banken, Northern Rock, mot oss (fig. 2). Vi ser altså krise i banker i naboland.

Uroen spredte seg til penge- og kredittmarkedene i fjor sommer. Få visste hvem som risikerte tap, og banker, fond og finanshus begynte å tvile på sine motparters økonomi og holdt på pengene. Det førte til at påslagene på renten bankene tar når de låner til hverandre, steg markert.

Bankene måtte dessuten ta usikre lån tilbake i sine bøker fra selskaper de hadde etablert. Det reduserte enda mer deres evne og vilje til å gi nye lån. For å styrke sin soliditet har flere store banker hentet inn ny kapital fra statlige fond i Midt-Østen og Asia.

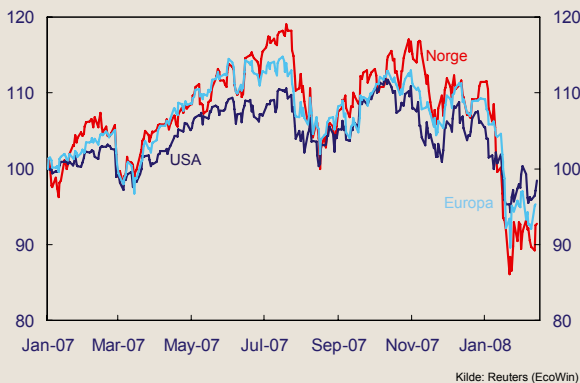
Det som begynte med isolerte tap i en liten del av markedet for amerikanske boliglån, ga tillitsvikt som spredte seg til penge- og kredittmarkedene i mange land høsten 2007. I USA er det fare for at tapene øker i andre deler av eiendomsmarkedet og for vanlig kreditt til forbrukere og bedrifter. Mange nye finansielle instrumenter som var ment å spre risiko, har vist seg ikke å være liv laga. Det er nå vanskelig for mange selskaper å reise ny egenkapital eller ta opp langsiktige lån. Det er også tegn til at prisene og aktiviteten i bolig- og eiendomsmarkedene har snudd og faller i mange europeiske land.

Rundt årsskiftet ble det reist tvil om soliditeten i deler

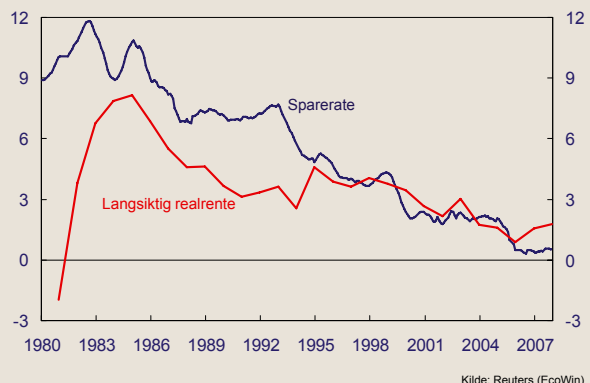


<sup>1</sup> Kilder: Yngvar Ustvedt (1994): «Henrik Wergeland – En biografi», Gyldendal Norsk Forlag A/S og Ulf Andenæs: «Et dryss av poesi fra Grei Kafé», Aftenposten, 11. november 2007.

<sup>2</sup> Kilde: www.dokpro.uio.no. Teksten der er hentet fra 23-bindsutgaven «Henrik Wergeland – Samlede skrifter», redigert av Herman Jæger, Didrik Arup Seip, Halvdan Koht og Einar Høigård, utgitt av Steenske forlag, 1918–1940.

**Figur 3** Aksjekurser. Indekser, 1. januar 2007 = 100

Figuren viser utviklingen i norske (OSEBX), amerikanske (S&P 500) og europeiske (STOXX) aksjer fra 1. januar 2007 til 13. februar 2008.

**Figur 5** Realrente og sparerate i USA. Prosent

Figuren viser utviklingen i langsiktig realrente (10 år) og husholdningenes sparing i prosent av disponibel inntekt i USA fra januar 1980 til desember 2007.

av det amerikanske banksystemet. Det nye året har vært preget av frykt for tilbakegang i USA og store fall i aksjekurser over hele verden (fig. 3). Verdiene på Oslo Børs har så langt i år falt med mer enn 15 prosent, som tilsvarer over 300 milliarder kroner.

Da bankene ikke lenger ville gi hverandre lån, tilførte mange sentralbanker ekstra likviditet. Også vi har i perioder gitt mer lån til våre banker. Det har dempet svingningene i renten bankene tar for å yte lån til hverandre.

Norske banker bruker det europeiske markedet for kortsiktige lån i dollar til handel seg i mellom. Bankene bruker også andre lands markeder til å finansiere utlån i norske kroner. Bankene tar opp lån i utenlandsk valuta og veksler dem om. Påslagene som tas på slike lån (fig. 4), veltes over på kundene som låner i kroner. Derfor har disse tilleggene i USA og Europa smittet raskt over på norske renter, selv om de norske bankene er lønnsomme, har tillit og er lite utsatt for tap.

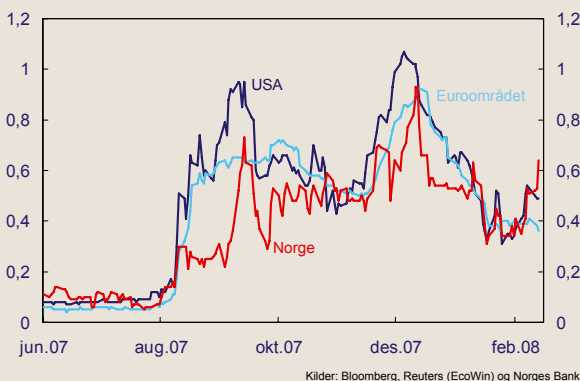
De siste årene har norske bedrifter og husholdninger økt sin gjeld kraftig. Det har samtidig vært en tendens til

at norske banker har økt sin kortsiktige gjeld til utlandet. Bankene sikrer seg mot kurstap eller rentetap på slike lån. Men uroen i siste halvdel av fjoråret viste at bankene ikke like lett kan sikre seg mot likviditetsrisiko.

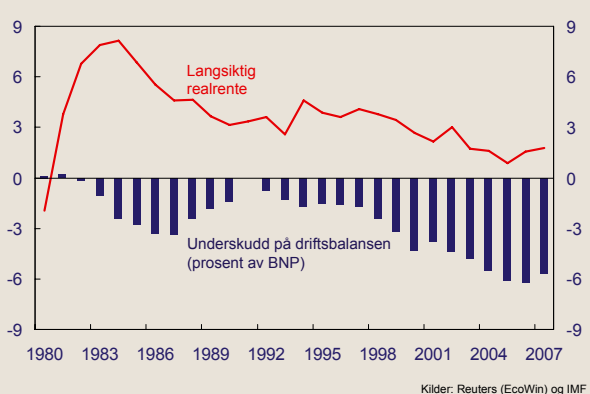
Norges Bank tilfører kroner til det norske banksystemet. Her kan vi være rausere når usikkerhet og frykt rir markedene. Men når bankene tar opp lån i utenlandsk valuta, står de mer alene.

Kriser og uro er bygget inn i markedenes virkemåte. Jakten på avkastning og markedsandeler kan noen ganger bli for intens. Et felles trekk ved finanskriser er at det skjer store endringer i prisingen av risiko i mange markeder. Priser på aksjer og andre verdipapirer bygger på hva aktørene i det økonomiske livet tror om sine fremtidige inntekter. Noen ganger viser disse forventningene seg å være urealistiske. Uventede hendelser kan endre utsiktene for økonomien. Når håp og tro endres til frykt og tvil – og det kan skje over natten – faller prisene raskt og mye.

Den uroen vi nå opplever, har dype røtter. Sparingen i amerikanske husholdninger falt markert på 1990-tallet.

**Figur 4** Rentepåslag i pengemarkedet. Prosentenheter

Figuren viser differansen mellom pengemarkedsrente og forventet styringsrente fra 1. juni 2007 til 13. februar 2008. Forventet styringsrente er målt ved Overnight Indexed Swaps (OIS).

**Figur 6** Realrente og underskudd på driftsbalansen i USA. Prosent

Figuren viser utviklingen i langsiktig realrente (10 år) og underskudd på driftsbalansen målt i prosent av BNP fra 1980 til 2007. Anslag for 2007.

Da IT-boblen sprakk etter årtusenskiftet, satte den amerikanske sentralbanken ned renten til lave nivåer. Også rentene i Europa falt mye. Boligprisene og investeringene i fast eiendom i nesten hele den vestlige verden gikk da kraftig opp, og sparingen i USA og andre vestlige land falt på ny.

Lav offentlig og privat sparing i USA har ført til store underskudd i handelen med utlandet (fig. 5 og 6). Resten av verden dekker underskuddet med sin sparing. Isolert sett ville en så stor tilførsel av kapital ha krevd en oppgang i rentene. Men selv om amerikanerne måtte låne stadig mer ute, falt de langsiktige rentene. Samtidig holdt prisstigningen seg lav, blant annet takket være billige asiatiske importvarer.

De lave langsiktige rentene kan forklares med den høye sparingen i Asia og oljeeksporterende land. Overskuddene, særlig i Kinas utenrikshandel, har økt kraftig (fig. 7).

Rentene er igjen på vei ned i USA og i flere andre land. Rentene reduseres for å møte utsiktene til svakere økonomisk vekst. Men med mange ledige boliger og eiendommer er det ikke sikkert at rentevåpenet nå er like slagkraftig som det har vært.

Det er derfor fare for at amerikansk økonomi går inn i en langvarig lavkonjunktur, til tross for nedgangen i rentene, og trekker med seg store deler av verdensøkonomien. I så fall reduseres overskuddene i Asia ved at verdien av eksporten synker.

Samtidig er det en risiko for at lave renter i neste omgang kan legge grunnlag for nye bobler, holde sparingen i USA nede og forlenge perioden med store underskudd i amerikansk utenriksøkonomi.

Det beste hadde vært om denne ubalansen kunne avvikles ved at amerikanerne begynner å spare. Skal veksten i verden holdes oppe, må da Asia og Europa ta over som vekstmotor i de amerikanske forbrukernes sted. Utsiktene til å få det til, er kanskje ikke de beste. Både i Europa og Asia tiltar inflasjonen, og det vil måtte prege den økonomiske politikken, i alle fall en

tid fremover. Fraværet av et sosialt sikkerhetsnett i Kina gir dessuten befolkningen der sterke motiver til å spare i stedet for å bruke penger.

## Vendepunkt også i Norge?

Også i Norge har husholdningene spart lite de siste årene, og inntjeningen i bedriftene er blitt motsvart av høye investeringer. Når vi trekker fra overskuddene i statsfinansene og i oljesektoren – som plasseres ute – hadde Norge i fjor et underskudd overfor utlandet på anslagsvis 150 milliarder kroner, eller knapt 10 prosent av verdiskapingen i fastlandsøkonomien (fig. 8).

Underskuddet i denne «grunnbalansen» har sitt motstykke i at næringslivet, og også norske banker, tar opp lån i utlandet. Det er en vekselvirkning mellom stor låneetterspørsel fra husholdningene og rikt tilbud av kreditt som har gitt lav sparing og store underskudd.

Bankene må nå bruke mer ressurser på å skaffe innskudd og litt mindre på å selge utlån. Et slikt omslag i bankenes atferd kan bidra til å dempe veksten i etterspørsel og produksjon i tiden som kommer.

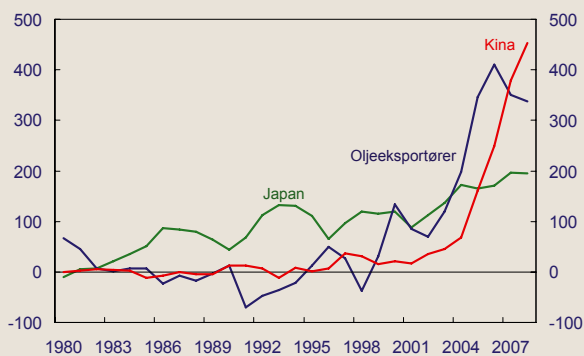
Vi ser tegn til at boligmarkedet kjøles ned i hele landet (fig. 9). Veksten i boligprisene nådde en topp for om lag et år siden, da boligmarkedet var preget av eufori. Flere store boligprosjekter legges nå på is.

Skulle en svakere utvikling i USA føre til en bred vekstpause i verden, kan det påvirke norsk økonomi på flere måter:

For det første kan en lavkonjunktur ute ramme aktiviteten og lønnsomheten i eksportnæringene og etter hvert kanskje også i oljesektoren. Det kan bli verre å finne avsetning i et fallende marked, og prisene på våre produkter kan falle.

For det andre kan uro og utsikter til lavere vekst gjøre norske husholdninger og bedrifter mer usikre. Det kan lede til at nye prosjekter og investeringer blir utsatt, eller til at bedriftene vegrer seg mot å ta inn nye arbeidstakere.

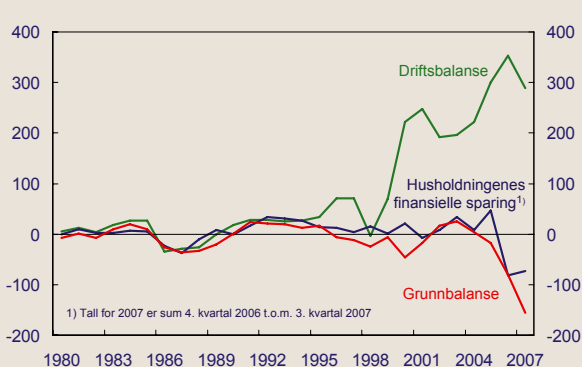
Figur 7 Overskudd på driftsbalansen. Milliarder dollar



Kilde: IMF

Figuren viser overskudd på driftsbalansen for Kina, Japan og oljeeksportører. Tall for 2007 og 2008 er anslag. De inkluderte oljeeksporterende land er Algerie, Iran, Kuwait, Mexico, Nigeria, Norge, Russland, Saudi-Arabia, De forente arabiske emirater og Venezuela.

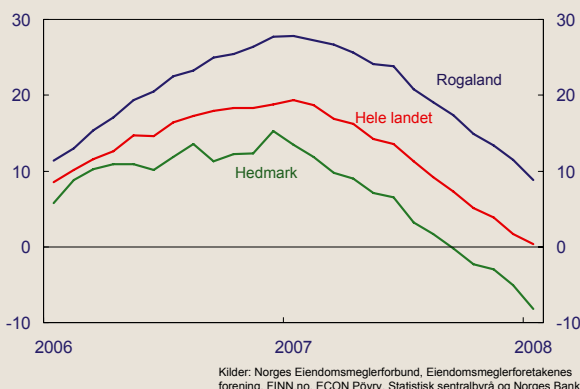
Figur 8 Norge – driftsbalanse, grunnbalanse og husholdningenes finansielle sparing. Milliarder kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank

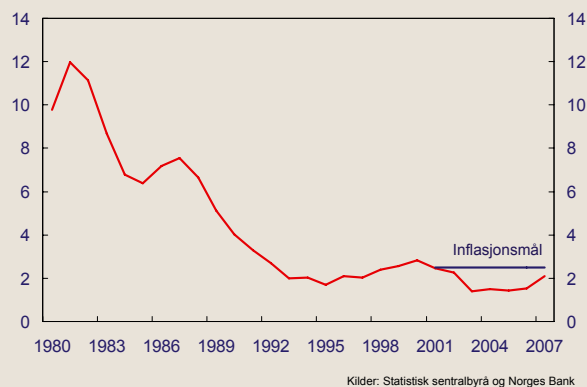
Figuren viser driftsbalanse, grunnbalanse og husholdningenes finansielle sparing fra 1980 til 2007. Tall for husholdningenes finansielle sparing i 2007 er sum over fire kvartaler t.o.m 3. kvartal 2007.

Figur 9 Regionale boligpriser. Tolv månedersvekst. Prosent



Figuren viser utviklingen i boligpriser fra januar 2006 til januar 2008. Rogaland og Hedmark er fylkene med henholdsvis høyest og lavest tolv månedersvekst i boligprisene.

Figur 10 Inflasjon. KPI. Tre års glidende gjennomsnitt. Prosent



Figuren viser utviklingen i inflasjonen målt ved konsumprisindeksen (KPI) fra 1980–2007. Årstall. Det tre-årige glidende gjennomsnittet er sentrert.

For det tredje påvirker uroen i finansmarkedene næringslivet mer direkte. Banker og investorer tar nå større påslag og økt pris for å stille opp med kapital til oppkjøp, omstillinger og investering, og bedrifter med stor gjeld må betale høye risikopremier når de låner.

Vi vet ennå ikke hvor store utslagene av uroen blir. Myndighetene i USA har satt inn tiltak. Det gjenstår å se hvor godt de vil virke. Veksten i Norge har samtidig vært sterk, og prisstigningen er på vei opp.

Pengepolitikken i Norge er rettet inn mot å holde lav og stabil inflasjon. Målet er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Inflasjonsmålet er et anker for forventningene i valutamarkedet, for partene i inntektsoppgjørene og for de som setter priser i norske kroner. Kjøpere og selgere av norske kroner, bedrifter og husholdninger, prissettere og lønnstakere kan regne med at inflasjonen over tid vil ligge nær 2,5 prosent.

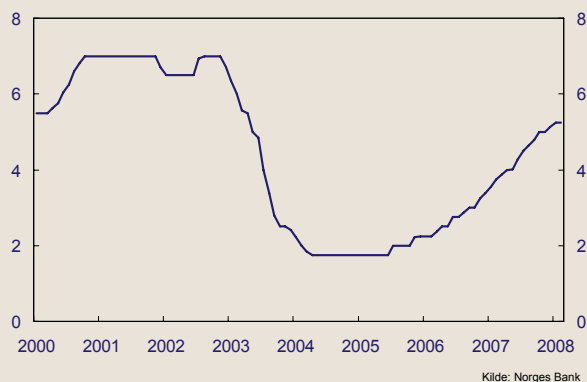
Det er en arbeidsdeling i den økonomiske politikken:

- Pengepolitikken styrer inflasjonen på mellomlang og lang sikt og kan i tillegg bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.
- Statsbudsjettet – veksten i offentlige utgifter – påvirker den reelle kursen på kronen og størrelsen på det konkurranseutsatte næringslivet på lang sikt.
- Lønnsdannelsen og økonomiens strukturer og insentiver legger grunnlaget for hvor godt og effektivt vi utnytter arbeidskraften og andre realressurser.

Selv om prisstigningen svinger noe fra år til annet, har inflasjonen over tid holdt seg ganske nær målet (fig. 10). Inflasjonen var særlig lav i årene etter årtusenskiftet da billige varer fra Asia strømmet inn i landet samtidig som produktiviteten i bedriftene vokste sterkt. Vi fikk lav prisvekst også på varer og tjenester produsert i Norge.

Lavere inflasjon ble møtt med lavere rente (fig. 11). Aktørene i det økonomiske liv kunne da regne med at inflasjonen over tid ville ta seg opp mot målet. Vi kunne

Figur 11 Norges Banks styringsrente. Prosent



Figuren viser utviklingen i Norges Banks styringsrente (foliorenten) fra januar 2000 til februar 2008. Tallet for februar 2008 er beregnet som gjennomsnitt 1.-13. februar. Månedstall.

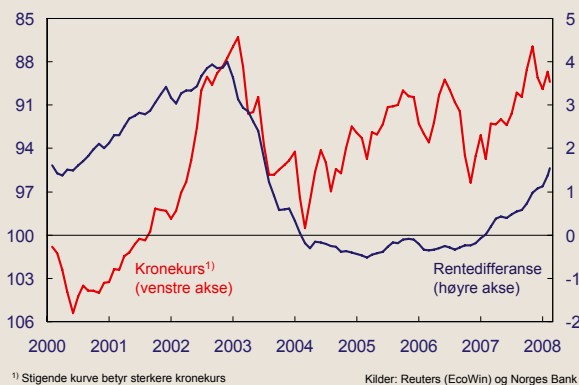
også en periode ha høy vekst uten at inflasjonen tiltok raskt. Den lave renten gjorde at vi kunne utnytte dette potensialet til økt forbruk og investeringer.

Det er nå tegn til at veksten i priser og lønninger tiltar. Høyere priser på mat og energi gir økt inflasjon i andre land. Vi kan derfor ikke regne med at prisene på våre importvarer vil fortsette å falle. Samtidig ser det ut til at produktiviteten her hjemme ikke bedres like raskt som før. Prisveksten vil derfor trolig tilta på de varene og tjenestene vi selv produserer. Siden sommeren 2005 er renten gradvis blitt satt opp igjen til et mer normalt nivå, slik at ikke inflasjonen skulle bli for høy.

Rentene i andre land er, som nevnt, på ny på vei ned, og renteforskjellen mot utlandet har økt i det siste (fig. 12). Det kan gi sterkere krone, men i valutamarkedet er det også motvirkende krefter.

På lang sikt bestemmes utviklingen i kronekursen av endringer i bytteforholdet og varige forskjeller mellom Norge og utlandet i inflasjon og produktivitet. Men vi ser også at kursen på norske kroner svinger fra måned til måned og fra år til år. Kronen var sterk mot slutten

Figur 12 Kronekurs og rentedifferanse. Indeks og prosent



Figuren viser utviklingen i renteforskjellen mellom norske tremåneders pengemarkedsrenter (NIBOR) og et veid gjennomsnitt av tremåneders pengemarkedsrenter hos våre handelspartnere. Utviklingen i kronekursen er målt ved den importveide indeksen I-44. Månedstall.

av forrige høykonjunktur, men svekket seg da renten gikk ned i 2003. Siden har den styrket seg igjen, etter at veksten i Norge tok seg opp.

De to siste årene har kronen styrket seg med knapt 5 prosent. Likevel har prisstigningen tiltatt, og den er nå ganske nær 2½ prosent.<sup>3</sup>

Det store underskuddet i Norges grunnbalanse overfor utlandet kan føre til at kronen vil svekke seg igjen. Hvis dystre utsikter for verdensøkonomien slår ut i lavere priser på olje og andre eksportvarer, kan det også føre til en lavere kroneverdi. Vi har dessuten sett at investorer selger kroner i perioder med uro. Blir kronen svak, må renten settes høyere enn ellers for å holde inflasjonen i sjakk, med mindre svikt i aktiviteten samtidig demper prisstigningen.

Åpningen av arbeidsmarkedet mot de nye EU-landene har gitt oss tilgang til en reserve av arbeidskraft. Strømmen av arbeidstakere til Norge har vært sterk (fig. 13). De vandrer dit hvor mulighetene for økonomisk vinning er størst. Flere og flere flytter til Norge og

bosetter seg her. Mange utfører likevel arbeid som ikke varer lenge, og de vil kanskje vandre videre når jobben er gjort, og når konjunkturerne snur.

Befolkningen økte i fjor med om lag 55 000 personer etter at godt over 35 000 personer flyttet hit, regnet netto. Det er den høyeste veksten i befolkningen som er registrert.

Sysselsettingen har steget kraftig de to siste årene. Vi har ikke sett så sterk vekst de siste tiårene (fig. 14). Selv om det har vært god tilgang på arbeidskraft, er arbeidsledigheten lav, og antallet ledige stillinger er rekordhøyt. Arbeidsmarkedet er stramt.

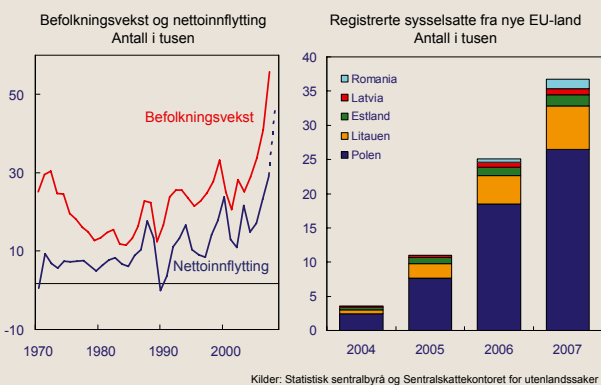
Tidligere er det ofte blitt gitt høye lønnstillegg sent i en oppgang, og prisveksten har da tatt seg opp. Arbeidstakere og virksomheter ser tidvis i bakspeilet – og kan overse at utsiktene har endret seg – når de fastsetter lønninger og vilkår som påvirker sysselsetting og lønnsomhet. Slik var det i 1974 og 1975 og igjen i 1986 og 1987. Slik var det i 1998. Og slik var det i 2002. Da fikk vi høye renter, produksjonen stagnerte og arbeidsledigheten økte.

Skulle den kraftige økningen i sysselsettingen vi har sett den siste tiden, gi en uventet sterk lønnsvekst, må renten igjen settes høyt for å holde inflasjonen nede. Vi vil på ny kunne få et særnorsk rentenivå i en lengre periode. I så fall kan omslaget i produksjonen og sysselsettingen bli markert.

Virksomhetene i Norge har drevet mer og mer effektivt (fig. 15). Det har gjort det lønnsomt å sysselsette flere. I oppgangen etter årtusenskiftet fikk vi et nytt kraftig oppsving i produktiviteten. Det har gitt sterk vekst og lav inflasjon.

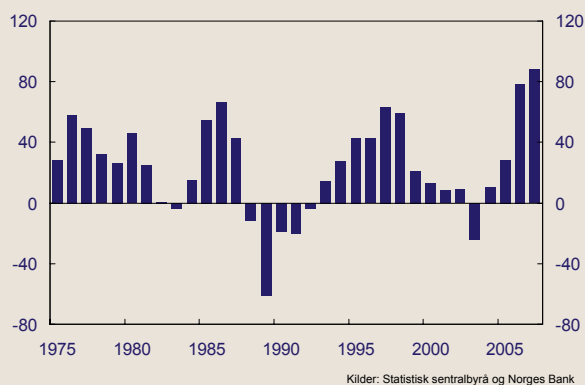
Økt import fra lavkostland og høye priser på en rekke av våre eksportvarer har ført til en kraftig bedring av bytteforholdet mot utlandet fra slutten av 1990-årene (fig. 16). Vi skiller oss ut fra våre nordiske naboland. Både i Sverige og Finland er bytteforholdet redusert. De selger produkter med høy teknologi i store volum, men til fallende priser. Bedret produktivitet og bytteforhold

Figur 13 Befolkningsvekst og arbeidsinnvandring



Venstre figur viser befolkningsvekst og nettoinnflytting (i tusen) fra 1970 til 2007. Nettoinnflyttingen i 2007 er anslått. Høyre figur viser registrerte sysselsatte (i tusen) fra nye EU-land fra 2004 til 2007.

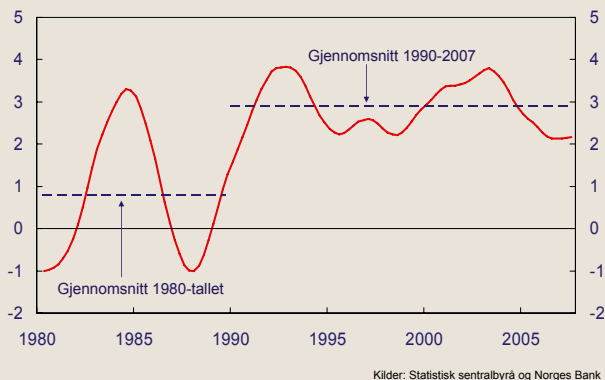
Figur 14 Endring i sysselsettingen. Antall i tusen



Figuren viser endring i total sysselsetting målt med tall fra Nasjonalregnskapet. Tall for 2007 er anslag basert på Pengepolitisk rapport 3/07.

<sup>3</sup> Vi bruker ulike mål på den underliggende inflasjonen. I januar var tolv månedersveksten i KPI-JAE 1,9 prosent, vektet median var 2,4 prosent og trimmet snitt var 2,9 prosent. Tolv månedersveksten i KPI var 3,7 prosent etter en markert økning i energiprisene.

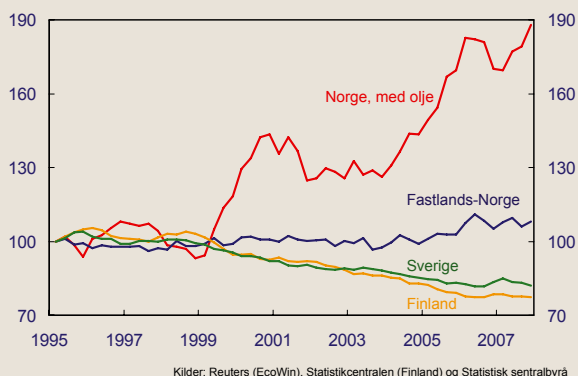
Figur 15 Produktivitetsvekst. Prosent



Figuren viser trendmessig produktivitetsvekst i Fastlands-Norge eksklusive offentlig sektor, eksportrettet industri, kraftforsyning og boligjenester, målt i prosent, fra 2. kvartal 1980 til 2. kvartal 2007.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

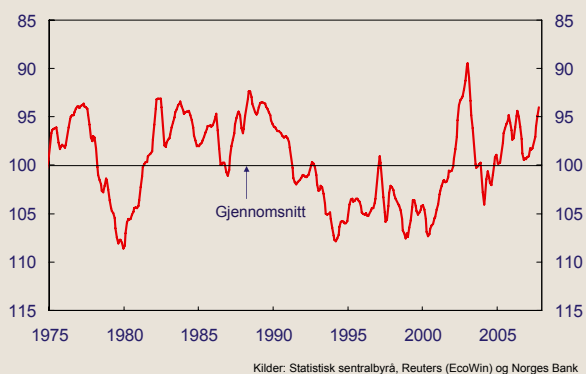
Figur 16 Bytteforhold overfor utlandet. Indeks



Figuren viser bytteforholdet som Finland, Sverige, Norge og Fastlands-Norge har til utlandet, fra 1. kvartal 1995 til 4. kvartal 2007. Bytteforholdet er beregnet som eksportprisindeks relativt til importprisindeks.

Kilder: Reuters (EcoWin), Statistisk sentralbyrå og Statistisk sentralbyrå

Figur 17 Reell kronekurs. Indeks, gjennomsnitt 1971-2007 = 100



Figuren viser utviklingen i den reelle kronekursen. Den reelle kronekursen er definert som forholdet mellom prisnivået i Norge og hos våre handelspartnere, målt i felles valuta. En økning i den reelle kronekursen kan skyldes at prisnivået øker i Norge i forhold til hos handelspartnere, at den nominelle kronekursen styrkes i forhold til andre valutaer, eller en kombinasjon av disse. Til grunn for beregningene ligger konsumprisindeksen (KPI). Den nominelle kronekursen som er benyttet i beregningene, er den såkalte konkurransekursindeksen, som er en handelsveid valutakurs for Norge. Gjennomsnittet er beregnet over perioden 1971-2007.

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Reuters (EcoWin) og Norges Bank

har gitt norsk økonomi en historisk kraftig inntektsøkning. Landets inntekt steg reelt med godt 30 prosent fra 2003 til 2007.

Den reelle kronekursen (fig. 17) måler utviklingen i verdien på norske kroner når vi tar hensyn til forskjeller i prisstigningen mellom Norge og handelspartnere. Den sier noe om forholdet mellom prisnivået ute og hjemme, som igjen kan speile utviklingen i kostnadsnivåene. Kronen har reelt styrket seg med om lag 10 prosent siden midten av 1990-årene, mens lønnskostnadene regnet i felles valuta har steget nær 30 prosent mer enn hos våre handelspartnere. Noe kan skyldes høykonjunktoren og den lave sparingen i husholdningene. Men mest er den sterke kronen trolig et resultat av den kraftige bedringen i bytteforholdet og produktiviteten. Veksten i offentlige utgifter gir økt etterspørsel etter varer og tjenester, og trekker arbeidskraft fra næringslivet, men ikke raskere enn planlagt. Selv om kostnadsnivået i Norge har steget og er høyt, har vi full sysselsetting. Det ser derfor ut til at vårt næringsliv må leve med – og kan leve med – den reelle verdien av kronen og det kostnadsnivået vi har, med mindre det tilbakeslaget som nå kan komme, rammer norsk økonomi særskilt hardt.

## Vi deler godene

På 1980- og 90-tallet var det et hamskifte i den økonomiske politikken i Norge.<sup>4</sup> Kapital- og kredittmarkedene ble fristilt. Det ble lettere å etablere og bygge opp virksomhet. EØS- og WTO-avtalene ga større konkurranse og flyt av varer og tjenester, arbeidskraft og kapital. Skattereformen i 1992 førte til at velferdsstaten kunne finansieres med et vesentlig mindre tap av verdiskaping enn før. Rammene for kraftmarkedet, telemarkedet, luftfarten og etermediene ble endret. Handelen fikk friere regler, statsselskapene gikk på børs, og det ble utviklet nye former for styring av offentlige virksomheter. Næringspolitikken holdt ikke lenger ulønnsom virksomhet i live. Og sist, men ikke minst, det ble som i andre land innført en norm- eller regelstyrt penge- og finanspolitikk.

Hamskiftet har skapt et økonomisk løft, men de siste årene har fremgangen gått sammen med en endring i fordelingen av inntekt mellom arbeid og kapital. Det skyldes trolig de strukturelle endringene i verdensøkonomien. En stadig større del av verdens produksjon av varer og tjenester flytter seg over Stillehavet. Billig asiatiske arbeidskraft har endret næringsstrukturen og handelsmønsteret i mange vestlige land, også hos oss.

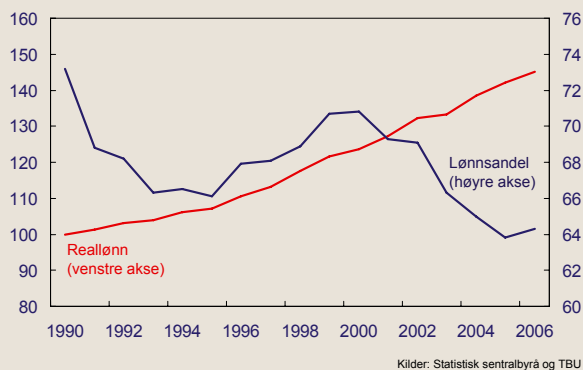
Nye produsentland øker konkurransen, men skaper også nye markeder og billige forbruksvarer. Sysselsettingen og verdiskapingen i Vesten har fortsatt å vokse. Arbeidere i Kina, India og andre fremvoksende økonomier har doblet tilbudet av arbeidskraft på verdensmarkedet.<sup>5</sup> Det har lagt mye av grunnlaget for den sterke veksten, men har også dempet lønningene i mange yrker i flere industrialiserte land.

Norske husholdninger har hatt glede av lavere priser

<sup>4</sup> Hentet fra Jon E. Dølvik, T. Fløtten, G. Hernes og J.M. Hippe (2007): «Hamskifte – Den norske modellen i endring», s.15, Gyldendal Norsk Forlag A/S.

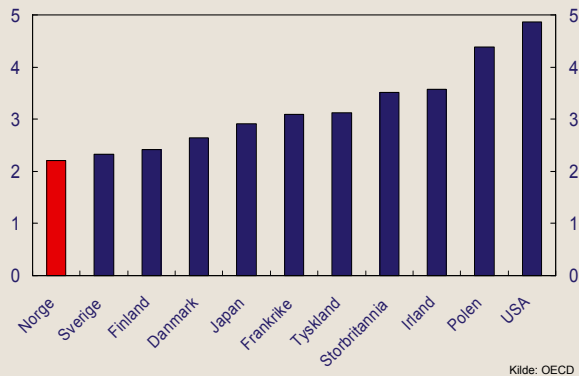
<sup>5</sup> Kilde: Richard B. Freeman: «Labor Market Imbalances: Shortages, or Surpluses, or Fish Stories?», at Boston Federal Reserve Economic Conference, June 14–16, 2006.

Figur 18 Reallønnsvekst og lønnsandel. Indeks og prosent



Figuren viser utviklingen i reallønn og lønnsandel. Reallønnen er definert som lønn per normalårsverk justert for årlig, nominell konsumprisvekst (KPI). Gjennomsnitt for alle næringer. 1990=100.

Figur 19 Lønnsforskjeller i OECD-land i 2005. Niende desil/første desil



Figuren viser forholdet mellom gjennomsnittslønnen i niende desil og første desil i lønnsfordelingen. Tallene gjelder lønn for helårsansatte som jobber fulltid.

og større utvalg av varer. Det har vært lett å skaffe seg arbeid. Men også norske eiere og aksjonærer har kommet svært godt ut.

Til tross for at den andelen av verdiskapingen som tilfaller lønnstakerne, har falt siden begynnelsen av 1990-tallet, har reallønnen økt kraftig (fig. 18). I gjennomsnitt tar lønnstakerne i dag ut en reallønn som er nær 50 prosent høyere enn i 1990. Det tilsvarer en årlig vekst på vel to prosent. Samtidig har sysselsettingen vokst.

Vilkårene for næringslivet og arbeidsplassene har vært uvanlig gode de senere årene. Skulle eksportprisene falle, veksten i produktiviteten avta og utlendingsene reise hjem, vil lønnsandelen og ledigheten øke og overskuddene i næringslivet falle. Men selv uten en slik utvikling kan det bli vanskelig å opprettholde lav ledighet og høye overskudd. Utslagene vil avhenge av hvor mye foretakene – i sin jakt på egnet arbeidskraft – vil by opp lønningene.

Omleggingen av den økonomiske politikken på 1980- og 90-tallet la til rette for oppfinnere og nyskapere og for et marked for egenkapital og lån. Det har gitt omstillinger i næringslivet, økt produktivitet, reallønnsvekst for arbeidstakerne og mange arbeidsplasser, men også svært gode inntekter for de entreprenører og forretningsfolk som har lyktes. Vi må vel da lære å leve med våre nyskapere og kapitaleiere, og de må leve med det samfunnet som har gitt dem gode arbeidsvilkår.

Vi har jevn fordeling. Det er vist i figur 19. Her sammenlikner vi lønningene til den gruppen på ti prosent av lønnstakerne som har nest høyest lønn, med lønningene til de ti prosentene som har lavest. Det er mindre forskjell på lønningene i Norge enn i noe annet OECD-land. I USA tjener den gruppen som har nest høyest lønn, nesten fem ganger så mye som de ti prosentene med de laveste lønningene. I Norge tjener den gruppen bare dobbelt så mye som de med lavest lønn.

Hamskiftet i den økonomiske politikken og den kraftige veksten i inntekter i Norge har altså ikke ført til store forskjeller i lønningene.

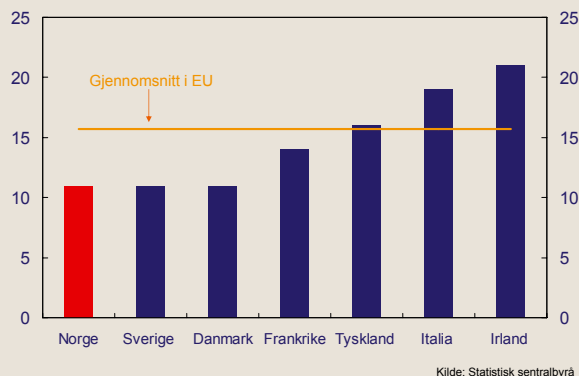
Når EU drøfter fordeling, omtaler de lavinntekt som mindre enn 60 prosent av middelinntekten<sup>6</sup>. Norge og de andre nordiske landene har få personer i lavinntektsgruppen sammenliknet med andre europeiske land (fig. 20). I Norge har 11 prosent av befolkningen lavinntekt, mens gjennomsnittet i EU er vel 15 prosent. De nordiske landene har dessuten et stort tilbud av offentlig finansierte velferdstjenester.

Analysen av lavinntekt tar ikke hensyn til at nivået på inntektene i Norge er svært høyt. Grensen for lavinntekt i Norge er vist med linjen i figur 21. Den er nesten like høy som middelinntekten i EU, og forskjellen er heller ikke stor opp til nivået i Sverige.

EUs definisjon av lavinntekt fanger heller ikke opp at middelinntekten i vårt land har økt kraftig de siste 15 årene. I forhold til grensen målt i realverdi for lavinntekt fra 1994, er andelen som har lavinntekt mer enn halvert (fig. 22). Andelen falt særlig sterkt på 1990-tallet, da ledigheten også gikk kraftig ned.

Det er i tillegg stor gjennomstrømming i gruppen som har lav inntekt. Om lag en fjerdedel av gruppen er mel-

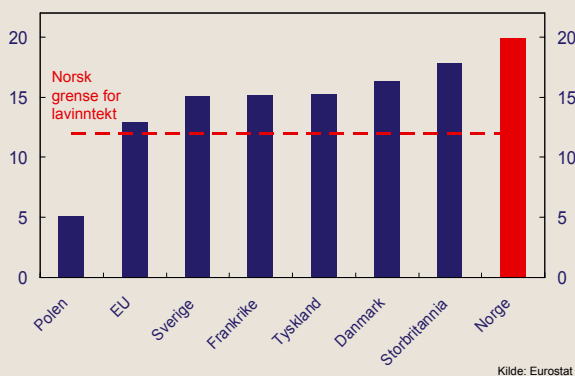
Figur 20 Andel personer med lavinntekt. Prosent



Figuren viser antall personer med lavinntekt i prosent av befolkningen. Lavinntektbegrepet følger EUs definisjon (60 prosent av den nasjonale medianinntekten, etter sosiale overføringer).

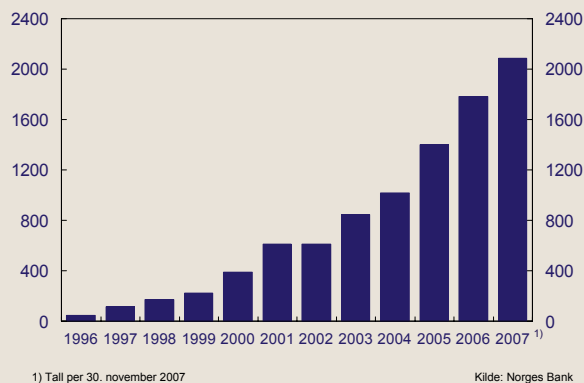
<sup>6</sup> Middelinntekten er målt ved den såkalte medianinntekten, som er det inntektsnivået som er midt i inntektsfordelingen.

**Figur 21** Inntekter i utvalgte land i 2006. Kjøpekraftsjustert. Tusen euro



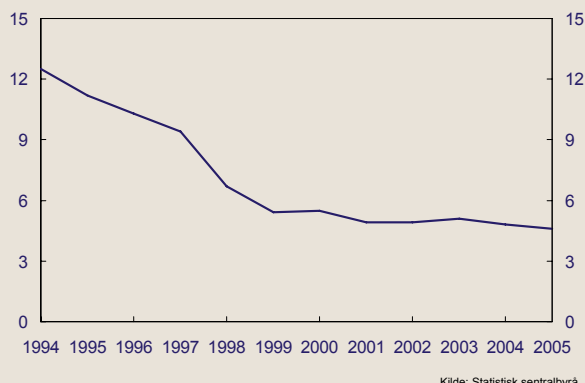
Figuren viser kjøpekraftsjustert medianinntekt etter skatt i utvalgte land i Europa i 2006. Tall i euro.

**Figur 23** Statens pensjonsfond – Utland. Milliarder kroner



Figuren viser utviklingen i markedsverdien av Statens pensjonsfond – Utland.

**Figur 22** Andelen personer med lavinntekt i Norge. Basert på grensen for 1994. Prosent



Figuren viser utviklingen i andelen personer med årlig lavinntekt som prosent av befolkningen. Lavinntekten er basert på inntektsgrenser for 1994 og justert for prisstigningen i konsumprisindeksen (KPI).

finansiert av løpende skatter og avgifter. Avsetningene til Folketrygdfondet opphørte etter kort tid.

Det har faktisk likevel vært tillit til pensjonssystemet. Det har kommet til uttrykk i at husholdningenes egen sparing har vært lav og stort sett plassert i egen bolig. Kanskje forregner folk seg litt. Det kan bli fall i verdiene hvis mange samtidig vil frigjøre boligkapital for å lette alderdommen.

Det var først da innbetalingene til oljefondet begynte i 1996 at det igjen ble bygd opp midler som også kan anvendes til å dekke fremtidige utbetalinger av pensjoner. Fondet, som senere har skiftet navn til Statens pensjonsfond – Utland, har vokst til over 2000 milliarder kroner (fig. 23). Den raske oppbyggingen var verken ventet eller planlagt. Den skyldtes at statens finanser brått styrket seg i den økonomiske oppgangen på 1990-tallet. Etter årtusenskiftet fikk vi også hjelp fra den økte oljeprisen.

Oljefondet er nå om lag på størrelse med ett års verdiskaping – BNP – og kan bli dobbelt så stort i løpet av de neste fem til ti årene. Samlede offentlige utgifter utgjør mindre enn halvparten av den samlede verdiskapingen. Hvis staten årlig bruker 4 prosent av fondet – den realavkastningen vi venter – vil det finansiere nær 20 prosent av utgiftene til det offentlige om ti år. Det har da blitt en så viktig finansieringskilde at det er vanskelig å tenke seg at statsmyndighetene vil finne det forsvarlig å tappe av den oppsparte kapitalen. Det er også en inntekt som ikke rammer næringslivets evne til å produsere – slik skatter og avgifter gjør.

Likevel vil det bare være en del av pensjonsutbetalingene fremover som motsvares av inntekter fra Statens pensjonsfond (fig. 24). Statens forpliktelser til alderspensjoner er anslått å øke fra rundt 250 prosent av verdiskapingen i Fastlands-Norge i dag, til om lag 350 prosent i løpet av noen tiår. Pensjonsreformen vil dempe økningen noe.

Ute får vi økt oppmerksomhet som eier av aksjer og obligasjoner. Mange land har opprettet fond som ligner

lom 16 og 24 år mens en femtedel er over 64 år. Mange med lave inntekter er studenter eller pensjonister.

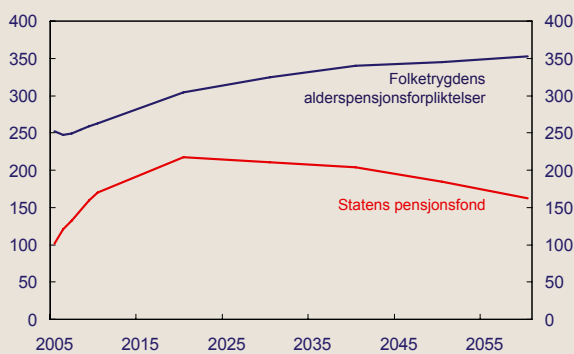
Lav inntekt blir vel derfor først et samfunnsmessig problem når folk blir stående utenfor arbeidslivet i store deler av livsløpet. Både trekk ved utviklingen i arbeidslivet og de kortsiktige økonomiske insentivene kan skape slikt utenforskap. Trygd kan over tid også virke som en fattigdomsfelle og fange opp mange som i andre land i noen tid ville vært arbeidsledige. Det er særlig urovekkende at et økende antall unge varig går over på trygd.

La meg ta steget fra å drøfte utviklingen i fordelingen av inntekter mellom grupper i dag til å omtale fordelingen mellom generasjoner i Norge.

Den norske folketrygden er det vi kan kalle et «vi betaler regningen etter hvert»-system. Det betyr at de årlige utbetalingene til pensjoner skal dekkes av årets inntekter i statsbudsjettet. Da Folketrygden ble innført i 1967, ble det etablert et eget fond som skulle kompensere for en ventet reduksjon i den private sparingen. Pensjonene ble likevel tidlig tatt inn i statsbudsjettet og



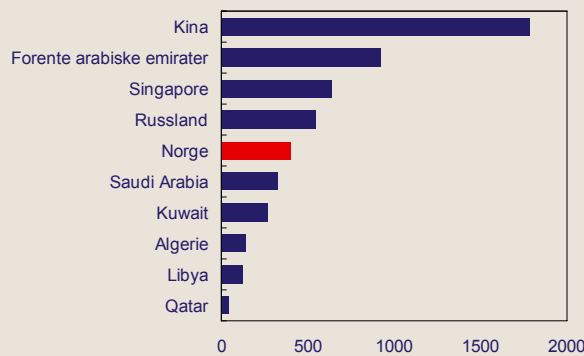
**Figur 24** Pensjonsforpliktelse og Statens pensjonsfond. Prosent av BNP Fastlands-Norge



Kilde: Finansdepartementet

Figuren viser anslag for Folketrygdens alderspensjonsforpliktelse og for Statens pensjonsfond som prosent av BNP Fastlands-Norge.

**Figur 25** Store statlige fond og valutareserver. Milliarder US dollar



Kilder: Finansdepartementet, Morgan Stanley Research og IMF

Figuren viser utvalgte store statlige fond og valutareserver, målt i milliarder USD. Tall for september 2007.

på vårt oljefond, og de forvalter store verdier (fig. 25).

Vi er åpne om fondets mål, organisasjon og plasseringer. Det er nødvendig hos oss, fordi det er offentlige midler og fordi innsyn skjerper forvaltningen. Men også de vi investerer hos, er glade for at fondet er transparent. Ute blir derfor pensjonsfondet trukket fram som et fond som følger beste praksis. Men her må vi kanskje legge til at konkurransen mellom fondene om å være åpne gjerne kunne vært hardere.

Det har vært reist spørsmål om hvilke motiver som ligger bak investeringene, og om de kan være politiske. Enkelte frykter strategiske oppkjøp av virksomheter som har stor nasjonal betydning. Det er reist krav om at plasseringene til fondene bør følges nøye.

Forvaltningen av vårt fond bygger på to etiske forpliktelser:

For det første – hensynet til fremtidige generasjoner: Vi skal sikre høy avkastning på midlene til en moderat risiko. Virkemiddelet er en profesjonell forvaltning med effektiv kontroll med operasjonell risiko.

For det andre: Vi skal respektere grunnleggende rettigheter hos dem som blir berørt av selskapene fondet er investert i. Virkemiddelet er å trekke ut selskaper fra fondets investeringer og å utøve aktivt eierskap.

Finansdepartementet trekker ut eie i selskaper som produserer visse typer våpen. De trekker også ut selskaper når de ser at det er en uakseptabel risiko for å medvirke til grov korrupsjon, alvorlig miljøskade, og grove brudd på menneskerettighetene og på grunnleggende etiske normer.

Norges Bank utøver eierskap ved å stemme på generalforsamlinger og ved direkte kontakt med selskaper. Vi legger vekt på at virksomhetene skal ha god selskapsstyring. Vi prioriterer ellers kampen mot barnearbeid, og vi ser kritisk på hvordan selskaper påvirker myndigheter i miljøspørsmål.

Vi vil trolig over tid oppnå mer med dialog med selskaper enn ved å utelukke dem. Skal vi oppnå resultater, må vi dessuten være både standhaftige og tålmodige. Vi

bør ikke la forvaltningen styres av slike impulsive og stadig skiftende prioriteringer som rammer så mange offentlige programmer og sektorer.

Når vi plasserer pensjonsfondets midler, er vi gjester i våre naboers hus. Kravene til forvaltningen av eierskapet kan derfor ikke bare tuftes på norske verdier og holdninger. Vi må ta inn over oss at andre land kan trekke andre skiller mellom politikk, etikk og forvaltning. Når vi hever pekefingeren mot et selskap, hever vi den også mot lover, reguleringer og praksis i landene der selskapet hører til og driver sin virksomhet – og vi gjør det som representanter for den norske stat.

## Avslutning

Når andre land ser på oss, vil de kanskje være enige med vår andre store dikterjubilant av året, Olav H. Hauge, som skrev at «sjølvkjensla veks med bankboki».<sup>7</sup>

Vi har hatt stor økonomisk fremgang de siste 10–15 årene. Det ligger kanskje en advarsel fra Hauge i et av hans dikt. La meg få lese:

«Gleda vart for stor,  
kjelen held på og syd yver,  
eine vektarmen peikar til himmels!  
Eg lyt finna på noko gale,  
Slå kaldt vatn på kjelen,  
Hengja ein stein på vekti,  
Hogga den største fura eg har»<sup>8</sup>

Takk for at dere ville høre på!

<sup>7</sup> Hentet fra Olav H. Hauge (2002): «Lagnaden gjer mange til heltar. Aforismar i utval», Det Norske Samlaget.

<sup>8</sup> Hentet fra Olav H. Hauge (1988): «Mange års røynsle med pil og boge – 99 dikt av Olav H. Hauge», Det Norske Samlaget.