

# Økonomiske perspektiver

*Foredrag av sentralbanksjef Hermod Skånland på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 20. februar 1992*

Forrige gang jeg hadde anledning til å tale til denne forsamling, var den internasjonale situasjon preget av frykt for hva utviklingen i Golf-krisen kunne føre med seg. Etter den raske militære seier over Irak noen uker senere, svingte stemningen fra frykt til tro, men da den første begeistring hadde lagt seg, ble den dempet fra tro til håp, og etter som de gode nyhetene har latt vente på seg, er håpet blitt tilført en betydelig dose tvil.

Utviklingen ute har naturligvis virket inn også på norsk økonomi, som likevel er minst like sterkt preget av at vi ikke får i gang de innenlandske drivkreftene for en sterkere vekst, og politikken har derfor vært rettet mot å gi disse en ytterligere stimulans.

Det synes å være noe i både den internasjonale og den hjemlige situasjon som ikke stemmer overens med slik vi har vennet oss til at økonomien fungerer, og jeg vil i kveld gjerne ta dere med på leting etter dette «noe». Kanskje finner vi ikke noe nytt, kanskje finner vi noe vi helst ville slippe å se.

Det er naturlig at vi tar utgangspunkt i situasjonen internasjonalt, og vi vil særlig konsentrere oss om kapitaldannelsen og de ulike sektorenes finansielle stilling. Deretter skal vi vende hjemover og se hva de internasjonale erfaringer kan bidra med til belysning av vår egen situasjon. Men siden vår interesse for spørsmålene ikke er av rent akademisk natur, vil vi se dem i sammenheng både med sysselsettingsproblemet og den vedvarende krise i finansvesenet.

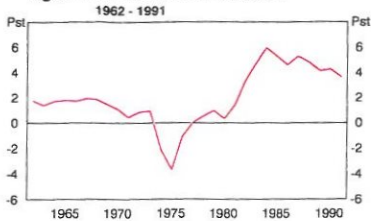
## Internasjonal økonomi mellom håp og tvil

I den tilpasningsperiode Norge har måttet gjennomgå siden oljeprisfallet i 1986, hadde vi til og med 1990 fordelen av en rimelig bra vekst i internasjonal økonomi. Samtidig var både budsjettunderskuddene og ubalansene landene imellom på retur.

Men den langvarige oppgangen førte etter hvert til en kapasitetsutnyttelse som ikke var forenlig med fortsatt lav inflasjon, og fra 1988 ble pengepolitikken gradvis strammet til. I USA meldte omslaget seg allerede tidlig i 1990, og det ble forsterket av Golf-krisen. Etter at den var forbi, fikk vi et oppsving som imidlertid så langt har vært skuffende svakt. Forventningen om en sterkere oppgang er nå utsatt til etter sommeren. Paralleller til denne utviklingen finner vi i Japan, der fluktuasjonene likevel holder seg rundt en høyere vekstrate, og i Storbritannia som var noe tidligere ute.

I Europa for øvrig ble virkningene av en strammere pengepolitikk og den uro Golf-krisen medførte, lenge kompensert av den sterke etterspørselsveksten i Tyskland etter gjenforeningen. Både de investeringsbehov den avdekket og inntektsoverføringene fra vest til øst som den medførte, innebar at budsjettpolitikken ble sterkt ekspansiv. I løpet av fjoråret er produksjonsveksten likevel blitt vesentlig svekket. Både i USA, Japan og Vest-Europa ventes det

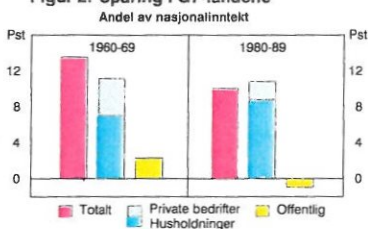
Figur 1. Realrente i G7-landene



Etter en periode med lav og til dels negativ realrente i G7-landene (USA, Canada, Japan, Vest-Tyskland, Storbritannia, Frankrike og Italia) på 1970-tallet, steg den kraftig på begynnelsen av 1980-tallet. Realrenten har siden ligget på et historisk høyt nivå. Realrenten er her definert som nominell rente på langsiktige statsobligasjoner deflater med den gjennomsnittlige veksten i konsumprisene de to siste årene.

Kilde: OECD.

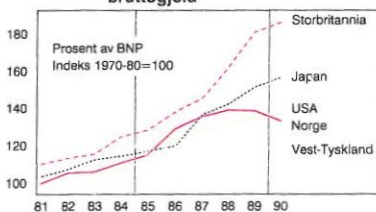
Figur 2. Sparing i G7-landene



Fra 1960- til 1980-årene har det vært en nedgang i spareraten som praktisk talt i sin helhet faller på den offentlige sparing. Sparingen er her regnet netto, det vil si etter fra-drag for kapitalslit.

Kilde: OECD.

Figur 3. Privat ikke-finansiell sektors bruttogjeld



Både i USA, Japan og Storbritannia skjedde det en sterk økning i privat sektors gjeldssetting utover 80-tallet. På kontinentet (her representert ved Vest-Tyskland) var der ingen tilsvarende økning. Utviklingen i Norge er svært lik den første gruppen. Gjeld i form av aksjer er holdt utenom for alle landene.

Kilde: Nasjonale kilder.

at når veksten kommer i gang etter tilbakeslaget, vil den være svakere enn hva som tidligere har vært vanlig i en tilsvarende konjunkturfase.

Våre naboland, Finland og Sverige som betyr så mye for vår eksport, har opplevd mer dramatiske tilbakeslag i sin økonomi, mer i likhet med utviklingen i vårt eget land etter 1986.

Et urovekkende tegn er at til tross for tilbakeslaget i konjunktorene har prisen for kapital, uttrykt ved realrenten, holdt seg på et nivå som historisk sett må anses som høyt. Om vi bruker renten på langsiktige statsobligasjoner i de viktigste industrilandene (den såkalte G7-gruppen) som uttrykk for et risikofritt rentenivå, har den senere tids fall i realrenten begrenset seg til en nedgang fra 4,1 prosent som gjennomsnitt for 1980-årene til 3,7 prosent i 1991. Til sammenlikning var tilsvarende gjennomsnitt i 1960-årene 1,8 prosent og i 1970-årene var det helt nede i -0,2 prosent.

## Industrilandenes gjeldsfelle

Det er naturlig å søke forklaringen til en økning i realrenten i forholdet mellom tilbud og etterspørsel for kapital. Fra 1960- til 1980-årene falt den andel av nasjonalinntekten som ble spart, fra 13,5 til 10 prosent i G7-landene. Nesten hele nedgangen, 3,2 prosent, falt på den offentlige sparing som i gjennomsnitt for 1980-årene har vært negativ med 0,9 prosent. Dette betyr at den offentlige sektor har lagt beslag på privat sparing både for å finansiere sine egne realinvesteringer og for å dekke sitt inntektsunderskudd. Den private spareraten har vært noenlunde uforandret over den samme periode med en viss økning for husholdningene og en viss nedgang i næringslivet.

Hvis det nå samtidig hadde vært en nedgang i investeringsønskene, hadde en slik sviakt i sparingen ikke behøvd å føre til en renteøkning. Når realrenten har steget, er det et uttrykk for at kampen om sparemidlene tvert i mot er blitt skjerpet, og det stemmer vel også bedre med vårt inntrykk av økende investeringsbehov. Men et behov får økonomisk virkning først når det melder seg som etterspørsel. Og rentenivået er nettopp den faktor som begrenser den faktiske etterspørsel etter kapital slik at det etableres en likevekt med kapitaltilgangen. Det vi opplever som kapitalknapphet kan også sies å være et ønske om større kapitaltilgang som ville gi et lavere rentenivå.

En sterk kredittetterspørsel vil delvis kunne møtes med en mer effektiv mobilisering av publikums fordringsmasse, slik at både fordringer og gjeld blåses opp. Nedbygging av reguleringer, nye finansieringsformer og skjerpet konkurranse i kredittmarkedene ga økte muligheter for å oppta lån, noe som særlig preget utviklingen i USA, Japan og Storbritannia. Dermed økte gjeldsbelastningen, mens realrenten ble liggende på et høyere nivå enn man ut fra historiske erfaringer ville forventet. De som hadde påtatt seg mye gjeld, ønsket derfor å rette opp sin finansielle stilling og har redusert både forbruks- og investeringsetterspørsel. De som sitter med fordringene har ikke hatt noe motsvarende ønske om å øke etterspørselen. Resultatet er derfor blitt en sviaktende samlet etterspørsel, som igjen har ført til overkapasitet og prisfall. Særlig påtakelig har dette vært i eiendomsmarkedet. Dette har svekket verdien av finansinstitusjonenes sikkerheter og påført dem tap. Også skjerpede krav fra tilsynsmyndighetenes side har gjort dem mer forsiktige med å gi nye lån. Men prisfall og svakere konjunkturer har også gitt mindre låneetterspørsel, og ingen kan i dag gi et sikkert svar på hvordan stagnasjo-

nen i kredittilførselen fordeler seg mellom svakere tilbud og svakere etterspørsel.

En liknende utvikling i de finansielle forhold har vi sett også i Finland og Sverige. I Europa for øvrig har gjeldsøkningen vært langt mer moderat, og det har heller ikke vært noen tilsvarende generell svikt i eiendomsmarkedet.

Hvis en høyere realrente enn forventet og en sterk økning i publikums bruttogjeld gir en viktig del av forklaringen til den nåværende internasjonale situasjon, har vi også en mulighet for å vurdere utsiktene til at en ny vekstprosess skal komme i gang. De offentlige underskudd kan neppe ventes å avta på kort sikt, en stagnerende økonomi vil heller trekke i retning av å øke dem. Et markert fall i rentene kan vi derfor bare vente dersom den private etterspørsel etter kapital går ytterligere ned. Det er en utvikling som vi ikke har noen grunn til å ønske oss.

Større håp kan det ligge i at den private sektors finansielle tilpasning snart er kommet så langt at behovet for å sikre sin stilling ikke lenger er like fremtredende.

En annen mulighet for en forsterket etterspørsel kan ligge i at de land i Sentral-Europa, og etter hvert også lenger øst, som er i ferd med å etablere en markedsøkonomi, lykkes i sine bestrebelsler. Med mer ordnede og tillitsvekkende økonomiske og politiske forhold åpner det seg muligheter for investeringer i disse landene som kan gi svært høy avkastning. Men med frie kapitalbevegelser vil dermed avkastningskravet øke også i de etablerte industri-land, og dette betyr høyere realrente, i alle fall inntil en høyere økonomisk aktivitet også gir større sparing. Det er likevel mange grunner til at både vi og det internasjonale samfunn vil være best tjent med at utviklingen tar en slik retning.

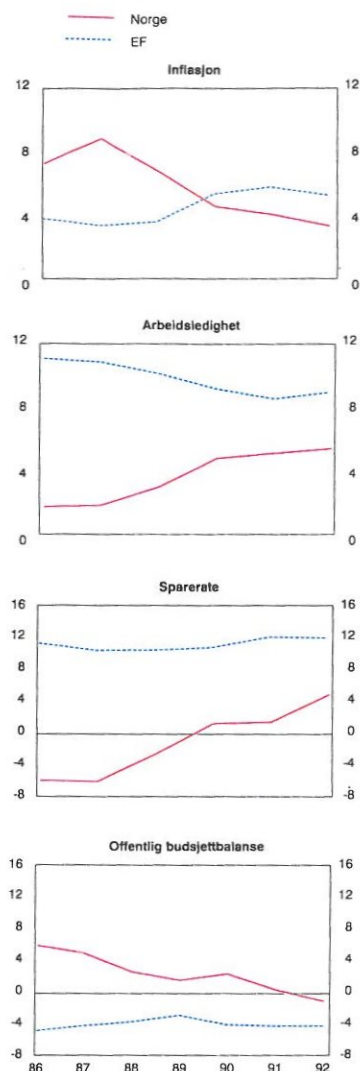
Vi ser at vi skal være forsiktige med å ønske oss et rentefall eller frykte en rentestigning uten å ta med i resonnementet hvilke krefter som ligger til grunn for denne utviklingen.

Hvilke muligheter foreligger det så for industrilandene til å skape et oppsving gjennom sin egen økonomiske politikk? I USA har Federal Reserve gjentatte ganger satt ned sine renter. Det er neppe mulig å føre denne politikken stort lenger, og resultatene har latt vente på seg. Der har heller ikke vært noen tilsvarende nedgang i langtidsrenten. Tidsprofilen i pengepolitikken er imidlertid slik at det er godt mulig at virkningene vil melde seg med større styrke i tiden framover. Også Japan har senket renten, om enn langt mer forsiktig. I Europa har frykten for en forsterket inflasjon ført til at Tyskland har gått den motsatte vei, og det øvrige Europa, som har knyttet seg til den tyske mark, har knapt noen pengepolitisk handlefrihet i en verden med frie kapitalbevegelser.

Stort mer er det ikke igjen av den finanspolitiske handlefrihet etter at budsjettunderskuddene er blitt et varig fenomen som en bare med store anstrengelser har klart å bekjempe i løpet av 1980-årene. Under det nåværende tilbakeslag øker de i alle fall, og man gir ikke lett opp mer enn absolutt nødvendig av det som så hårdt er vunnet.

Men det er ikke bare på grunn av manglende handlefrihet at en aktiv motkonjunkturpolitikk ikke har mange tilhengere utenfor vårt eget land. Den vanlige oppfatning i det økonomisk-politiske miljø internasjonalt synes å være at slike tiltak forskyver problemene mer enn de løser dem. Og hvis de reduserer presset for mer varige løsninger gjennom strukturelle tilpasninger, kan de gjøre mer skade enn gagn.

Figur 4. Inflasjon, arbeidsledighet, husholdningenes sparerate og offentlig budsjettbalanse



Siden midten av 1980-årene har Norge nærmet seg EF-landene for mange av de økonomiske indikatorene vi vanligvis bruker. Arbeidsledighetsprosenten er målt ved utvalgsundersøkelser; for Norges vedkommende AKU. Konsumprisindeksen er brukt som inflasjonsmål. Som mål på offentlig budsjettbalanse er brukt samlet offentlig sektors netto finansinvestering som andel av BNP. Tallene for 1991 og 1992 er anslag.

Kilde: OECD, EF-kommisjonen, Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet.

## Norge – uten spesialstatus

Ellers skiller Norge seg nå mindre fra andre industriland enn vi tidligere gjorde, både på godt og vondt. Vi har brakt inflasjonen ned i underkant av gjennomsnittet for EF-landene, og arbeidsledigheten ligger ikke lenger så mye under det europeiske nivå. Husholdningenes sparerate er kommet nærmere hva som er typisk i såkalt sammenlignbare land, og den offentlige sektors budsjettunderskudd er på vei mot det europeiske gjennomsnitt. Fortsatt er statens finansielle stilling vesentlig sterkere enn vi finner andre steder, men med økende underskudd kan vi nok etter hvert komme etter også på dette området.

Vi finner (i fig. 3) igjen den samme økning i publikums gjeldsbelastning som jeg allerede har vist for en del andre land, og rundt midten av 1980-årene var den enda sterkere. Den ble imidlertid avbrutt tidligere fordi oljeprisfallet i 1986, som ga andre land et puff, førte til at vi måtte stramme inn. Fordi fallhøyden dessuten var så stor, har tilbakeslaget i innenlandsk etterspørsel vært dypere og vart lenger enn hva vi har sett rundt oss.

I denne perioden har vi, som ett av de siste blant industrialiserte land, utviklet reguleringsene, både i vår egen pengepolitikk og av kapitalbevegelsene overfor utlandet. Skattesystemet er lagt om, delvis i små skritt, men særlig ved skattereformen fra og med inneværende år. Disse tiltakene bringer oss nærmere andre land også med hensyn til bruken av økonomiske virkemidler. De er gjennomført ut fra erkjennelsen av at økonomiens virkemåte har endret seg. Men den nye situasjonen har også ført til at de siste års ekspansive finanspolitikk ikke har gitt de resultatene som en på grunnlag av tidligere erfaringer ville ventet.

## Folket som ikke ville bruke penger

Det var den stigende arbeidsledighet som førte til denne omleggingen av finanspolitikken. Siden våren 1989 og til og med budsjettåret 1992 er det ved slike tiltak gitt en stimulans til publikums realinntekter som samlet svarer til 7,2 prosent av BNP. Men den ventede virkning på etterspørselen har uteblitt, og ledigheten har fortsatt å stige.

Husholdningene har valgt å bruke sine økte realinntekter til å øke sin sparing heller enn til forbruk, og i motsetning til tidligere tar sparingen form av økte nettofordringer i stedet for investeringer i egen bolig. Det er flere faktorer bak denne utviklingen. Selv om husholdningene i perioden 1985-88 reduserte sine nettofordringer målt i forhold til deres disponible inntekt, økte samtidig deres boligformue så mye at deres samlede formuesstilling holdt seg godt oppe. Fra 1988 har imidlertid boligprisene falt, og det fall i realformue som derved oppsto har husholdningene forsøkt å motvirke ved å øke sin finansformue. Ofte vil dette være fremtvinget fordi det ikke lenger har vært mulig å ta opp nye lån med sikkerhet i boligen. I tillegg kommer at gjeldsbetjeningen er blitt mer belastende, og finansielle fordringer gir bedre avkastning enn før som følge av lavere inflasjon og omlegging av skattesystemet. Dette har igjen virket tilbake på boligpriser og boligformue.

Også andre faktorer må antas å ha trukket i samme retning. En sterk økning av disponibel realinntekt, som vi har hatt de siste årene, øker erfaringsmessig spareraten, og økt usikkerhet om inntekt og arbeid øker også behovet for en finansiell støtpute og for å avvike gjeld. Tvil om hvordan våre etterkommere vil forsørge oss gjennom trygdesystemet har nok også virket inn.

Hva som videre vil skje, må likevel ventes å være sterkt påvirket av utviklingen i boligprisene. Dersom de flater ut omkring det nåværende nivå, skulle en realinntektsøkning i 1992 i betydelig større grad enn tidligere slå ut i økt etterspørsel. Virkningen av skattereformen på realrente etter skatt er her en usikkerhet, men dette har vært kjent så lenge at den skulle hatt tid til å virke inn på boligprisene.

Ettersom verdien av boligformuen slår så sterkt ut i husholdningenes etterspørsel, kan boligbygging som sysselsettingstiltak lett virke mot sin hensikt. En større boligmasse vil virke trykkende på prisene i annenhåndsmarkedet, og det vil også ta lengre tid før disse prisene når opp til kostnadene ved nybygging, slik at de markedsmessige forutsetninger er til stede for produksjon av nye boliger.

En sparerate for husholdningene i området 5-7 prosent, slik vi regner med for 1991 og -92, er ikke så svært høy i historisk sammenheng og enda mindre sammenliknet med andre land. Utenom Norden er det ganske vanlig å finne sparerater som ligger godt over 10 prosent. Det er for tidlig å si om der er varige årsaker til at vi i vår del av verden har mindre ønsker om å spare enn andre, eller om våre lave sparerater har sammenheng med skattemessige særegenheter som i den senere tid er blitt vesentlig mindre. På lengre sikt vil det ikke være noen ulykke om det blir spart mer. Særlig med mindre formuesdannelse i den offentlige sektor kan det tvert i mot bli en nødvendighet.

Når aktiviteten ikke har tatt seg opp, skyldes det imidlertid ikke bare husholdningenes motvilje mot å bruke penger. Heller ikke Fastlands-Norges næringsliv har vist noe stort ønske om å kjøpe varer og tjenester for investeringsformål. Til dels skyldes dette at overkapasiteten på eiendomsmarkedet for næringsvirksomhet synes å være enda større enn for boliger, og at det derfor er lite grunnlag for investeringer på dette området. Men heller ikke industrien viser særlig spreke takter. Her må det likevel føyes til at svikten i industriinvesteringene i første rekke gjelder i forhold til et høyt oppdrevet nivå midt på 1980-tallet. Målt i forhold til industriens bruttoprodukt og sammenliknet med andre industriland ligger Norge noenlunde midt i laget. Det er større grunn til å bekymre seg over at industrien ikke bruker mer arbeidskraft enn at den ikke bruker nok kapital.

### Hvor blir pengene av?

Når både husholdninger og foretak har mer inntekter enn de bruker til kjøp av varer og tjenester, øker deres nettofordringer. Noe av dette, men ennå ganske lite, motsvares av økte fordringer overfor staten, men det meste havner som nettofordringsøkning overfor utlandet. For nasjonen som helhet var det en økning i slike nettofordringer til og med november i fjor på 30 milliarder kroner. Men samtidig økte staten sin gjeld og Norges Bank reduserte sine fordringer overfor utlandet med til sammen 14 milliarder kroner, slik at økningen i privat sektors nettofordringer overfor utlandet var på hele 44 milliarder. Dette beløpet fordeler seg noenlunde likt mellom foretak og finansinstitusjoner. Da har vi regnet nedgang i foretakenes valutagjeld formidlet gjennom finansinstitusjonene som en del av nettofordringsøkningen for foretakene. Nå vil man vel finne det naturlig at næringslivet konsoliderer sin finansielle stilling i den fase man nå er inne i. Mer overraskende er det kanskje at dette langt mer skjer ved en økning i fordringene enn ved en reduksjon av gjelden overfor utlandet.

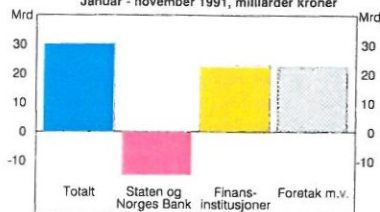
Figur 5. Husholdningenes formue  
Andel av disponibel inntekt



I årene fram til 1988 reduserte husholdningene sine finansielle nettofordringer uten at deres totale formuesposisjon ble svekket fordi verdien av boligkapitalen økte gjennom høyere boligpriser. Siden 1988 har verdien av boligkapitalen falt og husholdningene har bygd opp sine finansielle nettofordringer igjen. Tallet for nettofordringer i 1991 er egne anslag. Sammenhengen mellom boligformue og fordringstilpasning blir nærmere drøftet i en artikkel i Penger og Kreditt nr 1/1992. Datakildene er også dokumentert i denne artikkelen.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og egne beregninger.

Figur 6. Økte nettofordringer overfor utlandet  
Januar - november 1991, milliarder kroner



I figuren har vi tatt utgangspunkt i utenriksregnskapet, som viser at foretakene økte sine nettofordringer overfor utlandet med 15 milliarder kroner. Omvurderinger på grunn av valutakursendringer er holdt utenom. I det alt vesentlige var det foretakene i Fastlands-Norge som sto for denne økningen. Fra andre kilder vet vi at de samme sektorene har redusert sine valutalån formidlet gjennom norske finansinstitusjoner med 7 milliarder kroner i denne perioden. I utenriksregnskapet vil dette komme til uttrykk gjennom en økning i finansinstitusjonenes nettofordringer overfor utlandet. For å få et best mulig bilde av endringer i de ulike sektorens gjelds- og fordringsforhold overfor utlandet, har vi i figuren i forhold til utenriksregnskapet flyttet disse 7 milliardene fra finansinstitusjonene over på sektoren foretak m.v. Samtidig reduserte finansinstitusjonene sine lån i utlandet for finansiering av utlån i norske kroner og bygget opp sine fordringer.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og egne beregninger.

Det er selvsagt positivt at Norge nå har et betydelig overskudd overfor utlandet i motsetning til årene 1986-88. Men overskuddet gir ikke i seg selv staten økt handlefrihet i den økonomiske politikken. Handlefrihet forutsetter at man disponerer penger, og disse pengene må staten først låne fra den private sektor eller fra utlandet før de kan brukes for økonomisk-politiske formål. Overskuddet har samlet seg opp hos de private aktører fordi disse ikke har funnet det formålstjenlig å anvende midlene til kjøp av varer og tjenester. Hadde de det gjort, ville overskuddet vært mindre og sysselsettingen høyere.

Vil vi ha økt sysselsetting, må vi stille spørsmålet om hvorfor den private sektor heller vil bruke sine sparemidler til å øke nettofordringene enn til å øke realinvesteringene. Noe av svaret har vi allerede gitt i påpekningen av behovet for å styrke den finansielle stilling. Så langt dette gjelder, står vi overfor et forbigående fenomen. Når den finansielle stilling er blitt sterk nok, vil man igjen investere i realkapital.

Men hvis forklaringen er at midlene forventes å gi større og sikrere avkastning når de blir plassert ute enn når de anvendes til investeringer i Norge, er problemet av mer varig natur. Det kan være verdt å undersøke dette nærmere.

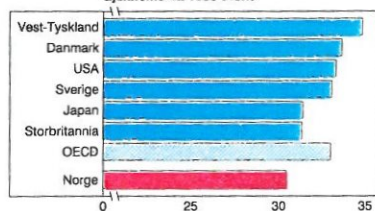
### På jakt etter avkastning

Det er ikke lett å finne sammenlignbare tall for avkastningen på kapital i ulike land. Men for vårt formål behøver vi heller ikke tall for avkastning av all kapital, som blant annet omfatter boliger, veger og andre offentlige anlegg. Det er avkastning av kapital som kan flyttes over landegrensene som er av betydning i denne sammenheng. Dette vil enten være direkte investeringer i næringslivet eller plasseringer i verdipapirer, dvs. obligasjoner og aksjer.

På obligasjonsmarkedet kan det i tiden fremover vanskelig oppstå de helt store forskjeller i avkastningsrater, nettopp fordi kapitalbevegelsene vil trekke i retning av å utjevne dem. Det som likevel gjenstår kan skyldes forskjeller i markedenes likviditet og ulik vurdering av stabiliteten for de enkelte lands valutaer. Utenlandske obligasjoner kan f.eks. bli foretrukket fremfor norske fordi markedet for våre statspapirer ennå er lite, og fordi finansinstitusjonenes problemer har gjort deres obligasjoner lite likvide.

For direkte investeringer og i aksjemarkedet vil avkastningen i lengden være bestemt av fortjenesteforholdene i næringslivet. En første tilnærming til en sammenligning kan vi få ved å se på kapitalinntekts andel av verdiskapningen i næringslivet, altså den andel som ikke er brukt til å dekke lønnskostnader. Tallene er her regnet brutto, altså før fradrag for kapitalslit. (Nasjonaltregnskapet bruker betegnelsen «brutto driftsresultat» for det vi her har kalt kapitalinntekt.) Figuren viser dette som gjennomsnitt for 1980-årene for Fastlands-Norge og for en del land som Norge har betydelig økonomisk samkvem med. Det fremgår at kapitalinntektsandelen lå klart i underkant i Norge sammenliknet med de øvrige land. Forskjellen var størst mot slutten av perioden, etter en kraftig økning i lønnskostnadene i 1986-87 samtidig som Norge da opplevde et økonomisk tilbakeslag tidligere enn andre. Om vårt næringsliv brukte mer arbeidskraft og mindre kapital enn i andre land, ville dette kunne forklare en slik forskjell. Men vi vet at det helst er det motsatte som er tilfelle, og at forskjellen derfor ville være større om avkastningen kunne måles direkte i forhold til produksjonskapitalen.

Figur 7. Kapitalinntektsandeler  
Gjennomsnitt 1980-årene



Figuren viser den del av faktorinntekten i næringslivet som ikke går med til å dekke lønnskostnader, i prosent av samlet faktorinntekt. Begge deler er regnet brutto, det vil si inklusive kapitalslit. For Norge har vi trukket ut sjøfart og oljevirksomhet.

Kilde: OECD og Statistisk sentralbyrå.

Beregninger av kapitalverdien støter imidlertid på nye vanskeligheter og må begrenses til mer sammenlignbare sektorer enn næringslivet som helhet. For noen få land har OECD publisert tall som gjør oss i stand til å beregne netto kapitalinntekt i forhold til verdien av nedskrevet kapital i industrien. De bekrefter inntrykket av at kapitalavkastningen i norsk industri ligger markert lavere enn i andre land med unntak av Storbritannia. Skal Norge kunne øke sysselsettingen i konkurransutsatt virksomhet, inntar industrien en nøkkelstilling, selv med de muligheter som utvilsomt foreligger i sjøfart og annen eksport av tjenester.

Den kapitalavkastning i norsk industri som her er vist, ligger ikke mye høyere enn realrenten for risikofrie fordringer. En risikopremie på et par prosent gir liten stimulans for risikovillig kapital.

Den forholdsvis lave kapitalavkastningen i Norge er imidlertid ikke noe nytt fenomen, og her var likevel ingen mangel på investeringer i 1970- og 1980-årene, selv om vi har tvilt på om vi fikk nok igjen for dem. Hvorfor er situasjonen nå blitt så annerledes? For å besvare dette spørsmålet, er det nødvendig å se på husholdningene og næringslivet hver for seg.

For husholdningenes sparing var boliginvesteringer den overlegent beste spareform like til slutten av 1980-årene. Inflasjon og skattebestemmelser gjorde de faktiske bokostnader i egen bolig sterkt negative. Det var da lønnsomt å låne og investere i egen bolig. Inflasjon og rentefradrag betalte lånet. I løpet av 1980-årene ble inflasjonen vesentlig redusert, slik at realrenten økte. Men fortsatt trakk skattereglene bokostnadene ned, slik at de først i 1988 kom opp i null. Fortsatt nedgang i inflasjonen og justeringer av skattereglene har senere trukket bokostnadene videre opp. Skattereformen vil føre til en viss økning også i år.

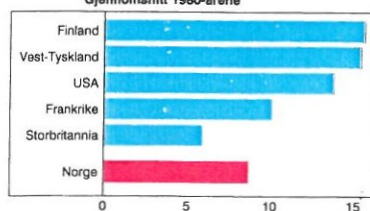
Med dagens — og også med internasjonal — realrente ville bokostnadene vært brakt opp til null allerede fra begynnelsen av 1980-tallet, mens dagens skattesystem ville gitt positive bokostnader fra 1984. Begge deler kunne bidratt til å forhindre både overkapasiteten på boliger som fulgte da vi fikk reelle boligkostnader som svarte bedre til verdien av de kapitalressurser som ble anvendt, og det senere prisfall.

For næringslivets investeringer kan det være nyttig å gjøre bruk av begrepet «avkastningskrav». Dette er den avkastning som kreves for at det med gjeldende rentenivå, prisstigning og skatteregler, men uten at det er lagt inn noe krav til risikopremie, skal være privatøkonomisk lønnsomt å investere. Vi skal her begrense oss til å se på avkastningskravet for maskininvesteringer, men hovedtrekkene ville være de samme for investeringer i bygninger.

Helt i begynnelsen av ti-året ville en maskininvestering være lønnsom selv uten noen reell avkastning, og først mot slutten av ti-året passerte avkastningskravet 5 prosent. På samme måte som for boliginvesteringer ville dagens — eller en internasjonal — realrente ha brakt avkastningskravet opp i nærheten av den senere tids nivå på et langt tidligere tidspunkt og dermed dempet investeringene i den tiden vi enda hadde et etterspørselspress. De skjerpede avskrivningsregler i forbindelse med skattereformen har også bidratt til å øke avkastningskravet, men sammenliknet med virkningen av høyere realrente har de betydd lite.

Med lave reelle boligkostnader og lave avkastningskrav var det lønnsomt å investere heller enn å øke sine fordringer. I tillegg til dette kom at valutaregu-

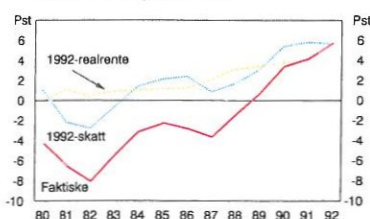
Figur 8. Kapitalavkastningsrater i industrien  
Gjennomsnitt 1980-årene



Kapitalavkastningsratene er definert som driftsresultat i prosent av kapitalbeholdningen. Begge deler er regnet netto, det vil si at kapitalslitet er trukket ut.

Kilde: OECD.

Figur 9. Boligkostnader



Figuren viser de reelle kostnader ved å eie bolig slik de faktisk har vært på 1980-tallet og slik de ville vært med henholdsvis dagens realrente og dagens skattesystem. Kostnadene er vist i prosent av investert kapital. Beregningene tar utgangspunkt i at kjøpet lånefinansieres. Forventet nominell rente forutsettes å være lik gjennomsnittlig utlånsrente fra bank i inneværende år. For 1991 og 1992 er renten satt lik gjennomsnittet for de tre første kvartaler av 1991. Forventet inflasjonsrate er forutsatt lik gjennomsnittlig vekst i BNP-deflatoren i foregående og inneværende år. Det er hvert år tatt utgangspunkt i de høyeste marginale skattesatser. Beregningene er dokumentert i egen artikkel i Penger og Kredittr nr 1/1992.

Kilde: Norges Bank.

Figur 10. Avkastningskrav



Økt realrente er den helt dominerende årsak til økt avkastningskrav på maskininvesteringer på 1980-tallet. Forutsetninger om finansieringsform, nominell rente og deflator er de samme som i figur 9. Beregningene, som er basert på metoden i King og Fullerton (1984) «The Taxation of Income from Capital», er dokumentert i egen artikkel i Penger og Kredittr nr 1/1992.

Kilde: Norges Bank.

leringene begrenset mulighetene for å investere i utlandet. For store deler av næringslivet var nok likevel ikke dette noen særlig reell begrensning. For husholdningene betød det også lite siden boliginvesteringer som nevnt var mer lønnsomme, og etter devalueringen i 1986 ga også finansinvesteringer her hjemme bedre avkastning enn ute.

Men disse forholdene gjelder ikke lenger, og enda mindre kan vi regne med at de vil gjelde i tiden fremover. Det nye skattesystemet gir langt større grad av likebehandling mellom realkapital og fordringskapital, og med frie kapitalbevegelser har vi ikke noen mulighet for å stenge kapitalen inne. Med høyere avkastning ute vil norske bedrifter fortsette å investere der, enten investeringene kalles strategiske eller er direkte fortjenestemotiverte. Men det er også grunn til å vente at porteføljeinvesteringer i utenlandske aksjer vil øke i relativ betydning dersom utviklingen på utenlandske aksjemarkeder forventes å bli gunstigere enn hos oss. Slike plasseringer foretas ikke bare av et fåtall store kapitaleiere, men også på vegne av hundretusener av enkeltmennesker som overlater det til banker og livselskaper å plassere sine sparepenger eller som sparer gjennom aksjefond. Og når finansinstitusjonene møter en åpnere konkurranse med utlandet, vil de måtte konkurrere med disse om å foreta de beste plasseringene.

Vi må se i øynene at også småsparerne kapital er blitt internasjonal. Noen vil kanskje beklage det, men verken praktisk eller avtalemessig kan vi bygge opp igjen gjerdet for enkelte former av private kapitaltransaksjoner. Egentlig var det vel heller ikke så rimelig at småsparerne skulle være underlagt mye strengere begrensninger på sine plasseringer enn storkapitalen.

### Skattereform i utide?

Skatteomleggingen som nylig har trådt i kraft har unektelig økt avkastningskravet. Noen har derfor ment at den burde vært utsatt.

Vi kan fort bli enige om at det ut fra konjunktursyn hadde vært bedre om hovedelementene i bedriftsbeskatningen hadde kommet på plass langt tidligere, mens der ennå var et etterspørselspress. På den annen side hadde det da vært helt uforsvarlig å kombinere reformen med en betydelig skattellette, og uten den hadde det nok ikke vært lett å få gjennomført den omlegging av personbeskatningen som har vært en forutsetning for reformen. Uavhengig av konjunktursituasjonen ville en skattereform ti år tidligere både ha begrenset virkningen av kredittliberaliseringen og ha spart oss for mye av den overkapasitet i eiendomsmarkedet som vi nå står overfor. Men når denne muligheten nå en gang ikke ble benyttet, ville det vært en ulykke om vi heller ikke denne gangen hadde fått en reform på linje med hva som er gjort eller er på gang i andre industriland, og som det har vært stor enighet om at vi trengte.

En reform som innebærer overgang til et bredere skattegrunnlag og lavere skattesatser vil alltid ramme ulikt og derfor være vanskelig å gjennomføre. Etter mer enn ti års forarbeid forelå det nå en politisk situasjon der en gjennomføring var blitt mulig. Om man da ikke hadde grepet sjansen og i stedet skulle starte på nytt igjen, er det lite sannsynlig at vi ville fått noen skattereform i dette århundret.

Om på den annen side vedtakene var truffet og bare iverksettelsen utsatt, ville ikke det hjulpet stort i den aktuelle situasjon. Både næringsliv og hus-



holdninger ville da innrettet sine investeringsbeslutninger etter de vedtak som de visste snart skulle gjelde. Hvis også selve vedtakene var utsatt, ville man fortsatt leve i usikkerhet om hva man skulle innrette seg etter, og dette ville antakelig hatt enda mer negative virkninger for investeringsaktiviteten.

Noen ganger må vedtak treffes og gjennomføres når mulighetene er til stede. På noe lengre sikt vil det økonomiske liv måtte tilpasse seg de vedtak som er truffet.

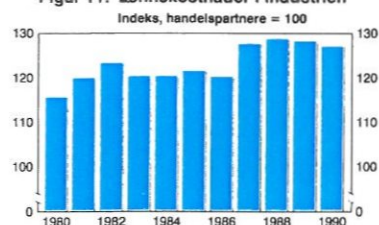
## Strategier for sysselsettingen

Men ikke alle elementer i økonomien tilpasser seg like lett. Selv om vårt kostnadsnivå også tidligere i 1980-årene lå relativt høyt, gjorde inflasjon og skattesystem at avkastningen ble vurdert som tilstrekkelig høy til at det likevel var lønnsomt å investere. Men samtidig med at inflasjonsforventningene avtok, hadde arbeidstidsforkortelsen gitt kostnadsskruen en ny omdreining, slik at timelønnskostnadene kom helt på topp i forhold til våre handelspartnere og 25 prosent høyere enn gjennomsnittet for dem. Tross lønnslov og hva man har oppfattet som moderate oppgjør ble de i de følgende år liggende på dette nivået. En lønnsøkning rundt 5 prosent i —91 kan ikke ha brakt noen nevneverdig endring i bildet. Nye rammevilkår i økonomien synes å ha gitt påfallende lite utslag for lønnsnivået.

Med svekket konkurranseevne kunne en ikke vente at stigende markedsandeler skulle kunne kompensere for de virkninger en svakere innenlandsk etterspørsel måtte få på sysselsettingen. Stilt overfor en slik situasjon har det vært nærliggende å øke etterspørselen gjennom statlige tiltak i stedet. Vi har allerede drøftet hvorfor etterspørselsstimulansene inntil nå ikke har gitt store resultater, og vi har også pekt på muligheten av at virkningen kan bli sterkere når publikum føler sin økonomiske stilling tryggere. Men skulle vi gjennom en slik etterspørselsøkning lykkes i å bringe ledigheten ned på et nivå som nærmer seg full sysselsetting, vil vi samtidig få knapphet på arbeidskraft i deler av arbeidsmarkedet. Erfaringsmessig vil det gi et lønnspress som svekker vårt relative kostnadsnivå. Om sysselsettingsnivået da fortsatt skal opprettholdes, vil staten på nytt måtte erstatte den etterspørsel som faller bort på grunn av svekket konkurranseevne. Det skulle være lett å innse at det er et tidsspørsmål hvor lenge en politikk basert ikke bare på store, men på stigende underskudd kan føres videre. Våre oljeinntekter gjør det kanskje mulig å strekke ut en slik periode med underskuddsbudsjettering, men oljeavhengigheten kan like gjerne sette en brå stopper for denne formen for budsjettpolitikk, nå som i 1986. I tillegg kommer de mer prinsipielle betenkeligheter ved en budsjettpolitikk som baserer seg på at man trekker på en formue og kaller det for inntekt.

I prinsippet er dette heldigvis ikke den eneste mulighet for en bedret sysselsettingssituasjon. Den kan også bygge på en økt aktivitet i næringslivet. Men dette forutsetter at bedriftene finner det lønnsomt å øke sine realinvesteringer og sin produksjon og at de finner det lønnsomt å gjøre det i Norge. Dette vil igjen kreve at de har forventninger om en avkastning på sine investeringer som er merkbart høyere enn hva man kan få ved å plassere sine midler som fordringer og at avkastningen i Norge er på høyde med hva man kan oppnå ute. Den forholdsvis lave fortjenesteandel som jeg tidligere viste gjenspeiler våre høye lønnskostnader sammenliknet med andre land. Hittil har vi kanskje vært mest opptatt av lønnskostnadenes betydning for våre mar-

Figur 11. Lønnskostnader i industrien



Timelønnskostnadene for norske industriarbeidere har de siste årene ligget vel 25 prosent høyere enn hos våre handelspartnere. Dette er høyere enn første halvdel av 1980-tallet. Med en lønnsvekst i norsk industri på vel 5 prosent i 1991 er bildet ikke vesentlig endret dette året.

Kilde: Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene Rapport nr 1 1992.

kedsandeler både ute og på hjemmemarkedet. Deres betydning for vår evne til å konkurrere om kapitalen kan i tiden fremover bli like viktig.

Hvilke muligheter vi i praksis har for å begrense den del av verdiskapningen som kreves for å dekke arbeidskostnadene og derved øke kapitalavkastningen, er et annet spørsmål. Vi kan heller ikke velge løsninger som i stedet belaster de offentlige budsjetter uten tilsvarende innsparinger. Selve utgangspunktet for at sysselsettingen må økes gjennom næringslivets egen aktivitet er jo at vi i lengden ikke kan fortsette å øke budsjettunderskuddet.

I praksis synes det beste vi kan håpe på under dagens system å være en gradvis og langsom tilnærming til lønnskostnader mer på linje med hva man finner hos våre konkurrenter. Da må bedringen i sysselsettingen ventes å bli like langsom og gradvis. Hadde det på den annen side vært mulig å redusere det nominelle lønnsnivå eller holde det uforandret over flere år, ville det etter en overgangsperiode gi merkbare og økende utslag i en styrket sysselsetting. Det ville ha kostet noe i realinntekt for de som er i arbeid, men virkningen ville blitt dempet ved at vi også hadde fått en tilnærming av prisnivået til hva som gjelder i andre land. Vi kunne ha kommet ganske langt med en nedgang i realinntekten som svarer til den økning vi har bevilget oss i løpet av de to siste årene. De som hadde kommet ut av ledigheten, ville naturligvis fått en høyere realinntekt.

Kanskje behøver ikke en slik null-linje være fullt så urealistisk som jeg her har antydnet. I alle fall byr årets lønnsoppgjør, med betydelig realinntektsøkning gjennom skattelettelser, på en sjelden mulighet. Lavere prisstigning i tiden fremover som følge av en forsterket internasjonal integrasjon bør øke mulighetene ytterligere. Det vil være nokså ødeleggende for sysselsettingen om virkningen av dette blir tatt ut gjennom høyere reallønn for oss som er i arbeid.

Lav prisstigning og overskudd i utenriksøkonomien kan gi et inntrykk av styrke i norsk økonomi som gir lite grobunn for radikale endringer i økonomisk atferd. Man glemmer lett at disse positive tegnene er utslag nettopp av det lave aktivitetsnivået og — for utenriksøkonomiens vedkommende — av en rekordhøy oljeproduksjon. På lengre sikt vil ikke en målsetting om full sysselsetting kunne realiseres med mindre prisen for arbeidskraft er tilpasset denne målsettingen.

## Avkastningskrav og finanskrise

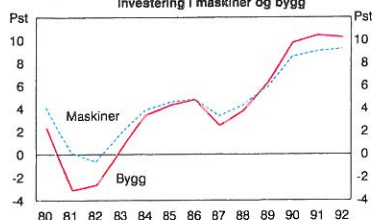
Året som gikk førte til at omfanget av tap og tapsavsetninger i bankene enda en gang satte nye rekorder. Men tapene i næringslivet og hos husholdningene som ligger bak bankenes tapstall, er ikke like sterkt konsentrert om dette ene året. Det er mer naturlig å se dem i sammenheng med den stigning i avkastningskravene gjennom en lengre periode som vi viste til som en forklaring til den sviktende investeringsvilje.

Figuren gjentar utviklingen i avkastningskrav for maskiner som vi tidligere viste, og dessuten har vi tatt med avkastningskravet for forretningsbygg i sentrale strøk. Beregningene bygger på at investeringene er lånefinansiert, men bildet blir i hovedsaken det samme med andre finansieringsformer.

I begynnelsen av 1980-årene, da avkastningskravet var negativt, fungerte enda mengdereguleringen av kreditt som en bremse på hvor mye investeringer det lave kravet kunne føre til. Da effektiviteten av reguleringene avtok og de etter hvert ble avvirket, var avkastningskravet fortsatt så lavt at det var

Figur 12. Avkastningskrav

Investering i maskiner og bygg



Avkastningskravet til investeringer i bygg har fulgt avkastningskravet til maskininvesteringer, men med enda noe sterkere økning. Forutsetningene for beregningene er som i figur 10.

Kilde: Norges Bank.

lett å møte det, og vi fikk et veldig oppsving i investeringene. Men fra 1988 steg avkastningskravet dramatisk.

Bedrifter med en solid egenkapital og med høy inntjening i forhold til gjelden kunne møte dette, selv om det økte avkastningskravet kunne føre til at de siste investeringene isolert sett var tapsbringende under de nye forhold. Men bedrifter som var nystartet eller hadde ekspandert sterkt og der gjeldsraten derfor var høy, måtte i stigende antall melde oppbud. Når sikkerhetene skulle realiseres, måtte de selges til en verdi som kunne bære de nye avkastningskravene. Dermed ble verdien av de sikkerheter finansinstitusjonene satt med også redusert, selv om de ikke hadde vært gjenstand for omsetning. Det samme gjaldt deres egne eiendommer, enten de var til eget bruk eller de var overtatt for senere salg.

Der er ingen enkel formel for beregning av tap ut fra de økte avkastningskrav, og vi kan ikke se bort fra at de aktuelle tapsavsetninger i noen grad kan være preget av tidligere erfaringer med undervurderte tap og av en noe kortsiktig vurdering av eiendomsverdier. Sammenhengen med de stigende avkastningskrav er likevel tydelig nok, og det er neppe en tilfeldighet at tapene meldte seg med tyngde nettopp fra 1988. Når prosessen først kommer i gang, vil likevel tapene enkeltvis like mye fremstå som resultat av sviktende omsetning, redusert fortjeneste og arbeidsledighet.

Som det ble pekt på da vi drøftet den internasjonale utviklingen, er ikke de stigende kapitalavkastningskrav noe særnorsk fenomen, og andre land har heller ikke gått fri for de problemer stigningen har skapt for finansinstitusjonene. Men stigningen i realrenten kom senere hos oss, og omstillingen til en økonomi med en rimelig grad av prisstabilitet kom temmelig brått og kort etter at kredittliberaliseringen hadde muliggjort en sterk økning av gjeldsgraden. Det er derfor ikke å undres over at virkningene i finansiell sektor er blitt særlig store i vårt land.

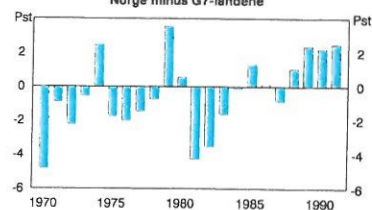
I hvilken grad kunne denne stigningen i avkastningskravet vært unngått? Det kunne ikke vært holdt nede ved hjelp av en fortsatt sterkere inflasjon enn i andre land. Da måtte vi også ha fortsatt devalueringlinjen, og det nominelle rentenivået ville blitt høyere. Med frie kapitalbevegelser har vi over tid ikke mer herredømme over realrenten enn over det nominelle rentenivå.

Vi kunne derimot ha utsatt moderniseringen av skattesystemet. Faren ved dette har jeg allerede vært inne på, og det ville i alle fall bare hatt begrenset virkning.

Årsakene bak dagens vanskeligheter må mer søkes i fortidens skjevheter enn i at vi har forsøkt å rette dem opp. Vi har gjennom hele etterkrigstiden hatt en uvilje mot å la de reelle kostnader for kapital få gjennomslag for den markedspris brukeren skulle betale. En omlegging til mer realistiske kapital-kostnader vil nødvendigvis medføre problemer under overgangen, men disse har bare økt ved at omleggingen er blitt utsatt.

Problemene skjerpes ved at kapitalinntektsandelen i næringslivet er så lav og lavere enn man antakelig forventet den gang lånene ble tatt opp. Det er av denne lave inntekten gjelden skal betjenes. Etter som tiden går, blir krisen i finansnæringen i stigende grad et uttrykk for næringslivets egen krise. Dette betyr ikke at tapene, verken i næringslivet, hos husholdningene eller i finansinstitusjonene nødvendigvis måtte bli så store som de faktisk har blitt. Til grunn for dem ligger det mange uheldige valg av forretningsstrategi og mye sviktende vurderingsevne. Men dette har vært grundig påpekt tidligere og vil sikkert bli ytterligere belyst i de undersøkelser som pågår.

Figur 13. Realrentedifferanse  
Norge minus G7-landene



Gjennom det meste av 1970-tallet var realrenten i Norge lavere enn i G7-landene. Særlig i en periode på begynnelsen av 1980-tallet var realrenten til dels mye lavere i Norge enn i disse landene fordi økningene i realrenten fra det svært lave nivået på 1970-tallet kom senere i Norge enn i disse landene. De siste årene har realrenten vært høyere i Norge enn i G7-landene både på grunn av høyere nominell rente og lavere inflasjon. Realrenten er definert som renten på langsiktige statsobligasjoner deflatert med veksten i konsumprisene siste året.

Kilde: OECD og Norges Bank.

## Når man eier det man ikke vil ha

Tapene i finansnæringen måtte i første omgang bæres av aksjonærene og de ansatte. Dessuten har sikringsfondene tapt, og også Norges Bank har måttet ta tap og yter nå billige lån for å rette opp driftsøkonomien i bankene. I 1991 har også staten kommet inn med stor tyngde og har skutt til 15.5 milliarder kroner gjennom Statens Banksikringsfond og Statens Bankinvesteringsfond. Gjennom disse fondene er staten blitt den dominerende eier i vår største forretningsbank og har overtatt de to neststørste fullstendig. Tre av våre sparebanker driver også på basis av midler tilført av staten. I løpet av 1992 må vi regne med at Bankinvesteringsfondet vil tilføre flere av bankene kapital for at de skal kunne tilfredsstille de kapitalkrav som skal gjelde ved utgangen av året.

Dette året vil også Postbanken bli etablert med en friere stilling og øke sin aktivitet på det tradisjonelle bankmarked, og Postmeldingen åpner muligheten for at også Postgiro i noen grad skal kunne drive bankvirksomhet. Medregnet Postbanken har staten ved inngangen til 1992 kontrollerende eierinteresse i over 50 prosent av det samlede banksystem som mottar innskudd fra en såkalt «ubestemt krets av innskytere». Det er en situasjon som verken er ønsket eller planlagt. Men staten kan bare komme ut av sin eierstilling i den utstrekning det er mulig å få private til å overta, og det forutsetter at bankaksjer og grunnfondsbevis forventes å gi en konkurransemessig avkastning. Det er ingen andre enn vi selv, som bankenes brukere eller som skattytere, som kan bringe bankene tilbake i en slik stilling at de igjen kan komme på private hender. Jo mindre av belastningen vi vil ta som brukere, jo tyngre vil vi bli belastet som skattytere. Den tidligere diskusjon om hvilke belastninger bankene skal ta på sin egen kappe, har stort sett mistet sin relevans.

De statlige myndigheter står her overfor en uhyre vanskelig oppgave med hensyn til å utforme en strategi for sin eierstilling. Markedsøkonomien forutsetter uavhengige eiere av noenlunde likeverdige institusjoner som har muligheter for å gå konkurs. Den siste forutsetningen er som kjent ikke oppfylt når det gjelder banker, og graden av likeverdighet vil i vesentlig grad være bestemt av de rammebetingelser som blir gitt dem av staten selv for Postbankens og Postgiros vedkommende og av Banksikringsfondet og Bankinvesteringsfondet for en stor del av det øvrige bankvesen. Hvis noen institusjoner får rammebetingelser som setter dem i en gunstig konkurransemessig situasjon overfor de øvrige, risikerer vi at oppsamlingen av fordringskapital på publikums hender trekkes til disse, med tilsvarende mindre muligheter for andre til å løse de oppgaver de er tiltenkt innenfor det nokså statlige bankvesen. Alternativt må de legge seg på en rente- og gebyrpolitikk som markedet oppfatter som konkurransedyktig, og da blir muligheten for å bygge opp egenkapital gjennom inntjeningen redusert. Det vil igjen innebære fare for nye banktap og dårligere vilkår for staten når den en gang vil ønske å komme ut av sitt engasjement. Begge deler vil vi måtte være med å betale for som skattytere.

Der er imidlertid ingen enkel formel for å fastlegge hva som er like rammebetingelser. Og det gjør ikke oppgaven lettere at den ikke kan løses en gang for alle. På den annen side kan en heller ikke foreta justeringer under marsjen som i praksis innebærer at insitamentene til lønnsom drift blir svekket.

Det er i det hele tatt ikke vanskelig å finne betenkelige sider ved det tunge statlige engasjement bankkrisen har brakt oss inn i. Vi hadde likevel ikke noe særlig valg, og det kan neppe være tvil om at Regjeringens resolute inngrep i oktober i fjor forhindret en tillitssvikt som kunne fått svært alvorlige følger for vår økonomi. Med dette er situasjonen stabilisert, men krisen er ikke løst før bankene igjen er i stand til å reise kapital i det private marked på forretningsmessig basis.

## Tingene er ikke som de var

Til nå har vi møtt de økonomiske vanskeligheter med nokså tradisjonelle virkemidler eller med tiltak vi er blitt tvunget til å treffe. Men økonomien fungerer ikke lenger på den tradisjonelle måten og kan ikke ventes å ville gjøre det. I åpningen av foredraget sa jeg at jeg ville forsøke å belyse årsakene til dette, og det kan nå være tid for en sammenfatning.

Jeg vil da særlig trekke fram fire forhold som gjør at situasjonen nå er annerledes enn vi kunne legge til grunn inntil langt ut i 1980-årene.

- Vi har fått positive realrenter på internasjonalt nivå, både før og etter skatt.
- Vi har fått frie kapitalbevegelser overfor utlandet.
- Vi har forpliktet oss, spesielt overfor oss selv, til ikke å devaluere.
- Våre lønnskostnader er kommet enda et hakk høyere i forhold til andre land enn de allerede var, og vi har tapt markedsandeler både ute og hjemme.

Valutareguleringene virket ikke lenger som forutsatt, og vi kunne heller ikke opprettholde et system som ble avvirket i de land vi har økonomisk samkvem med. Men dermed er også vårt rentenivå bestemt av rentenivået i konkurrerende markeder. Vår tidligere skattemessige subsidiering av rentekostnadene var det i alle fall grunn til å dempe vesentlig, og samtidig er den skjeve fordelingsmessige profilen blitt fjernet. Beslutningen om å føre en fastkurspolitikk traff vi ut fra egen interesse allerede under det tidligere kursregime; den er ikke et resultat av at vi har knyttet kronen til ecu. Det var også vårt eget valg å gi full lønnskompensasjon for arbeidstidsforkortelsen med den kostnadsøkning det medførte.

Det blir ofte påpekt at vår økonomiske handlefrihet er blitt redusert ved den utvikling som har funnet sted. Det er for så vidt riktig, men det betyr ikke at vi kunne ha valgt vår tidligere handlefrihet. Den veien vi gikk, førte ikke lenger. Vi måtte velge en annen vei.

Det kan også være grunn til å spørre hvilken nytte vi hadde og fortsatt har av enkelte sider ved handlefriheten. Reguleringer og skattesystem ga muligheter for å ivareta særinteresser og gjemme bort kostnadene ved dem. Slike muligheter finnes fortsatt i skattesystemet og flere kan komme etter hvert som det blir flikket på. Devalueringer ga mulighet for å skyve problemene foran oss, og enda noen år kan vi gjøre det ved hjelp av finanspolitikken. Spørsmålet om handlefrihet er like mye et spørsmål om hvor mye vi er tjent med å gjøre bruk av, som hvilken handlefrihet vi har.

Som jeg allerede har påpekt, innebærer dagens rammebetingelser at den ekspansive finanspolitikken gir mindre etterspørsel enn tidligere. Noe av dette kan ha forbigående årsaker, men høyere realrente etter skatt trekker i retning av at vi også står overfor en mer varig sammenheng, der en svekkelse av finanspolitikken i større grad enn før vil slå ut i fordringsøking hos private. Statens behov for å finansiere sine underskudd vil ta noe av denne fordringsøkningen, men mye vil gå til utlandet så lenge det høye lønnsnivået gir lav kapitalavkastning og derfor liten innenlandsk etterspørsel etter kapital.

Men vi får også mindre sysselsettingseffekt av den etterspørsel som tross alt skapes enn tidligere. For importkonkurrerende næringer har utlandets andel av leveringene økt fra 38 til 48 prosent i perioden 1983-91, altså med godt en fjerdedel. Det betyr at når etterspørselen økes gjennom en ekspansiv finanspolitikk, rettes langt mer enn tidligere av etterspørselen mot utlandet. Disse økende importandeler er nok langt mer en virkning av sviktende konkurransevne enn av økende integrasjon. Vi har nemlig ikke vunnet noe tilsvarende på eksportsiden, men tvertimot tapt markedsandeler også der.

Siden forrige gang vi førte motkonjunkturpolitikk har økningen i lønnskostnadene ytterligere undergravd den virkning våre egne tiltak for å fremme sysselsettingen var ment å ha. Dette kan bli forsterket dersom en videre integrasjon skulle medføre et fortsatt tap av markedsandeler på vårt eget marked uten at dette kompenseres ved økte andeler på eksportmarkedene. Lønnsutviklingen vil her bli av avgjørende betydning. Heldigvis er det ingen naturlov som tilsier at den i tiden fremover ikke skal kunne tilpasse seg en endret økonomisk situasjon.

Med stort overskudd i utenriksøkonomien og en lavere inflasjon enn de fleste andre land, er det naturlig at ledigheten fremstår som det dominerende problem for vår økonomiske politikk. Jeg håper jeg i dette foredraget har bidratt noe til forståelsen av hvorfor de virkemidler vi tidligere brukte og som vi på nytt har brukt i større omfang enn noen gang, ikke virker slik de var tenkt.

Det betyr ikke at myndighetene skal akseptere ledigheten. Men det betyr at det er begrenset hva de kan gjøre med den ved å stimulere etterspørselen. På lengre sikt kan dette heller gjøre vondt verre. Derimot har myndighetene andre muligheter, som å foreta justeringer i det regelverk som gjelder for arbeidslivet slik at det blir lettere å ta inn arbeidskraft, eller å bidra til at arbeidskraftens effektivitet og kvalifikasjoner blir styrket.

I hovedsaken er likevel ledigheten nokså upåvirket av om myndighetene aksepterer den eller ikke. Med de rammebetingelser vi arbeider innenfor i vårt blandingsystem av markedsøkonomi og offentlig engasjement, er vi avhengig av at sysselsettingen øker i den private sektor for at ledighetsproblemet skal kunne løses.

Spørsmålet om man aksepterer ledigheten må derfor først og fremst stilles til arbeids- og næringslivet selv og til deres organisasjoner. Og svaret må gis i handling, ikke i ord. Det forestående inntektsoppgjør byr på gode muligheter til å gi et svar.