

Skal gjelden ned?

Tale ved visesentralbanksjef Jon Nicolaisen på Det Norske Videnskaps-Akademi 9. april 2019.

For nesten 50 år siden, lille julaften 1969, informerte Phillips Petroleum norske myndigheter om et stort oljefunn på norsk sokkel. Da sokkelen skulle bygges ut, valgte den norske staten å gå inn på eiersiden og finansiere sine direkte investeringer i oljevirkosomheten med låneopptak i utlandet. Fra 1973 til 1979 økte statsgjelden betydelig, og Norge fikk et underskudd på driftsbalansen mot utlandet på over 10 prosent av BNP.

Det var et prosjekt med høy risiko. Frem til 1972 hadde oljeprisen knapt vært over 2 dollar per fat. Produksjonskostnaden for olje i Midtøsten var en brøkdel av det, mens produksjonskostnaden i Nordsjøen var langt høyere. Likevel tok norske myndigheter sjansen og satte i gang utbyggingen av Nordsjøen, med lånte penger. I dag kan vi slå fast at det var en god beslutning.

Hvorfor tar vi opp lån? Det grunnleggende er at låneopptak – kreditt – gjør det mulig å fremskynde forbruk og investeringer. Norge kunne lånefinansiere investeringene i oljesektoren. For hver enkelt av oss betyr tilgang på kreditt at vi ikke behøver å vente med å kjøpe bolig til vi er middelaldrende. Vi kan skaffe oss utdanning, bil og bolig som unge, og ha nytte av disse godene samtidig som vi tjener pengene til å betale for dem. I løpet av det siste århundret har vi fått et moderne finansvesen og rikelig tilgang på kreditt. Et godt utbygd kredittmarked er en viktig del av en velfungerende økonomi.

Denne medaljen har en bakside: Når vi først har valgt å låne, blir gjelden med oss. Den må betales tilbake – med renter. Vi kan kanskje si at kreditt er et gode, mens gjeld er et onde. Det kan være tungt å betale for brød som allerede er spist.

Når vi tar opp gjeld, legger vi og banken en plan for hvordan vi skal betale tilbake. I denne planen ligger noen forventninger – om hva vi skal tjene i fremtiden, om verdien av formuen vår og om nivået på rentene. Hvis forventningene innfris, går planen opp. Da kommer vi dit vi ønsket. Og mange ganger går det til og med bedre enn vi kunne forvente. De siste tiårene har boligprisene steget og med dem våre formuer. Norge har hatt høy inntektsvekst, og den har kommet de aller fleste til gode. Samtidig har rentenivået falt til historisk lave nivåer. Det har gjort høy gjeld lettere å bære.

Når vi danner oss forventninger, ser vi oss ofte i bakspeilet. Speil er viktig, det vet alle som har kjørt bil. Men det går galt om man bare ser i speilet. Slik er det også med forventninger. Hvis vi blir for opptatt med hva som har skjedd før, kan vi gå glipp av signaler om det som ligger foran oss.

Så da må vi spørre: Har norske husholdninger bygget opp gjeld på urealistiske forventninger? Skal gjelden ned?

Hvordan kom vi hit?

Gjeld kommer i ulike former. Det er vanlig å skille mellom offentlig og privat gjeld.

Her i Norge har vi i dag lite offentlig gjeld og en stor statlig formue i Statens pensjonsfond utland – oljefondet. Avkastningen gir store årlige bidrag til statens inntekter. I år utgjør uttaket fra fondet hver sjette krone staten bruker. Til gjengjeld er den private gjelden høy. Det gjelder både sammenliknet med vår egen historie og med nivået i andre land.

Figur 1: Rekordgjeld i privat sektor

Figuren dere har foran dere viser privat gjeld i Norge relativt til BNP helt tilbake til 1830, en periode på nesten 200 år. Vi ser at gjelden er mangedoblet. Husholdningene har i gjennomsnitt en gjeld på mer enn det dobbelte av sin disponible inntekt. For det meste er det boliglån. For de under 40 år er den gjennomsnittlige gjelden godt over tre ganger inntekten.

Hvordan kom vi hit?

Det har skjedd noe med den norske folkesjelen de siste 150 årene. I Ibsens dukkehjem sier Helmer: «*Det kommer noe ufritt, og altså også noe uskjønt, over det hjem som grunnes på lån og gjeld.*» Helmer var nok streng, selv for sin tid. Også da var det nokså utenkelig for de fleste å skulle finansiere en bolig uten et betydelig innslag av låneopptak. I dag har vi få skrupler igjen – og vi har aldri tatt opp så mye lån som vi gjør nå.

Det slående mønsteret i figuren er gyldig for flere land enn Norge. Mønsteret er beskrevet i detalj i en velkjent bok skrevet av de amerikanske professorene Reinhart og Rogoff med tittelen «*This time is different*».^[1] Gjelden varierer til dels betydelig over tid, men sykelen er veldig langstrakt. Det kan ta flere generasjoner med oppbygging av gjeld før den plutselig justerer seg – gjerne som følge av et eller annet sjokk til økonomien. Ifølge Reinhart og Rogoff inntreffer gjerne kriser når de fleste ikke lenger tror at de kommer – ofte fordi en eller annen faktor trekker i retning av at nå er ting annerledes enn før. Slik er det sjelden. Justeringer kommer – og gjerne plutselig.

I Norge har slike store korreksjoner bare skjedd to ganger i løpet av de siste 120 årene. Første gang var etter børskrakket på Wall Street i oktober 1929. Gjeldssaneringen som fulgte, kjenner vi som «de harde 30-årene». Andre gang vi fikk en korreksjon, men i vesentlig mindre skala, var under bankkrisen rundt 1990. Da var bakteppet oljeprisfallet i 1986 og de høye rentene i Europa etter Tysklands samling. Vi som er født før 1970, husker godt bankkrisen og fallet i boligpriser tidlig i 1990-årene. Det er en lærdom som er i ferd med å falme.

Figur 2 Samlet gjeld har knapt kommet ned

Global gjeld steg markert i forkant av finanskrisen i 2008. Etter krisen opplevde mange land – som Storbritannia og USA – en konsolidering av privat gjeld. Men samtidig bygget de opp offentlig gjeld – som følge av kriser i banksektoren og for å dempe virkningene på

Økonomien av nedbelåningen i privat sektor. Ser vi på sluttresultatet nå et tiår senere, er det ganske nedslående. Samlet har gjelden i Europa og USA knapt kommet ned. Samtidig vokser gjelden i andre deler av verden, særlig i Asia. Globalt har samlet gjeld aldri vært høyere enn den er i dag. Men gjelden har forskjøvet seg mellom land og sektorer.

Figur 3 Høy privat gjeld i Nord-Europa

I Sør-Europa har gjelden i privat sektor svingt mye de siste 20 årene. Den økonomiske veksten var sterk fra slutten av 1990-tallet. Men veksten var drevet av høyt lånefinansiert forbruk og investeringer – både i offentlig og privat sektor. Det hele endte i et krasj etter finanskrisen. Forventningene slo ikke til. Siden har den private gjelden falt kraftig i disse landene. Den offentlige gjelden har fortsatt å vokse.

Landene i Mellom-Europa skiller seg ut. Gjelden har økt gradvis, men uten store svingninger. Disse landene har noen institusjonelle forskjeller fra Skandinavia. Både boligmarked, velferdsordninger og pensjonssystem er organisert annerledes. I tillegg kan historie og kultur spille en viktig rolle. Tyske husholdninger er kanskje – i lys av historiske erfaringer – mer tilbøyelige til å spare penger enn andre.

Ellers i Nord-Europa har privat gjeld – og spesielt husholdningenes gjeld – vokst sterkt de siste tiårene. I denne perioden ble vår del av verden globaliseringens førstelag. Vi hadde kombinasjonen som skulle til – høyt utdannet arbeidskraft, åpne økonomier med tilgang til et stort europeisk marked og, for vår egen del, naturressurser.

Et kjennetegn ved vår gruppe av land er solide statsfinanser. Offentlig gjeld har falt gjennom hele perioden vi ser på. Samtidig har landene i Nord-Europa bygget opp store finansielle fordringer, enten på offentlig eller privat hånd.

Figur 4 Høy formue – forskjellig sammensetning

Vi tror ofte at Norge skiller seg veldig ut – med Statens Pensjonsfond og skyhøye fordringer på utlandet. Men langs mange dimensjoner er vi egentlig ganske like våre nærmeste naboland. Sverige, Danmark og Nederland har også betydelig «tvungen» sparing. I disse landene skjer sparingen i private pensjonsfond.

I hele Nord-Europa gir tvungen sparing oss alle eierskap til en fremtidig innteksstrøm, enten sparingen skjer på statens hånd eller gjennom lovpålagte pensjonsavtaler. Denne tryggheten gir husholdningene både evne og vilje til å fremskynde mye av sitt forbruk gjennom låneopptak. Sammen med at inntektsveksten har vært god og rentene lave, har det bidratt til at det private gjeldsnivået i flere tiår systematisk har vokst raskere enn inntektene.

Husholdninger med tro på fremtiden låner og investerer. Vi låner i dag, fordi vi har tillit til at inntektene vil komme i morgen.

Hvordan kan gjeld saneres?

Mens noen land opplevde en bråbrems etter finanskrisen i 2008, vokser gjelden fortsatt mer enn inntektene i norske husholdninger. Det kan neppe vare evig.

Hvis gjelden skal ned, hvordan kan det skje?

Stater kan pålegge innbyggerne skatt, og dermed har de en tilsynelatende sikker kilde til inntekter. Likevel kan det være utrygt å være deres kreditor.

I 1918, etter den russiske revolusjonen, slettet de nye myndighetene all gjelden inngått av det gamle regimet. Franske investorer – blant dem mange småsparere – holdt nesten halvparten av den russiske statsgjelden ved inngangen til første verdenskrig. De ble blant de første store taperne etter den russiske revolusjonen.[\[2\]](#)

I mellomkrigstiden hadde disse tapene konsekvenser for fransk utenrikspolitikk. Frankrike ble en markert motstander av bolsjevikregimet i Sovjet. Tapene kan også ha medvirket til at Frankrike ikke ville ettergi Tysklands gjeld etter 1. verdenskrig. Tysklands gjeldsbyrde bidro til hyperinflasjonen i 1920-årene og Weimar-republikkens fall. Nå i kveld, 9. april, 79 år etter den tyske invasjonen av Norge, kan vi konstatere at gjeld kan få dramatiske konsekvenser.

Etter at Boris Jeltsin heiste det russiske flagget i 1991, kom de franske kreditorene tilbake. Gamle statspapirer ble hentet frem fra skuffene. Endelig oppgjør ble avtalt i 1996. Rundt 300 000 personer delte en utbetaling på 400 millioner dollar fra russiske myndigheter – altså litt over 1000 dollar på hver av mottakerne. I mellomtiden hadde mange år med høy inflasjon redusert realverdien av den opprinnelige gjelden til en brøkdel. [\[3\]](#)

Historien er full av eksempler på stater som har redusert realverdien av sin gjeld ved å trykke penger og skape inflasjon. Gjeld er vanligvis et fast nominelt beløp. Så lenge gjelden er i landets egen valuta, kan stater dermed sanere gjeld ved å blåse opp prisnivået. Eierne av gjelden vil finne at den faller kraftig i realverdi, selv om den ikke er blitt nedskrevet. Inflasjon kan fungere som en skatt på kreditorer.

Offentlig gjeld blir et større problem for land som har gjeld i fremmed valuta. Et klassisk eksempel er Argentinas problemer med dollargjeld. Det lot seg ikke løse med lokal inflasjon. Hellas fikk tilsvarende problemer da landets BNP falt betydelig i etterkant av finanskrisen. Hellas og Argentina måtte gå gjennom kraftige tilpasninger for å håndtere en gjeld som var blitt alt for høy – til stor skade for landenes innbyggere.

Gjeld tatt opp av *foretak* kan saneres effektivt. I hvert fall gjelder det for foretak med begrenset ansvar – typisk aksjeselskaper. Når de går konkurs, må foretakets eiendeler realiseres av et bostyre til dekning av selskapets gjeld. Kreditor må ta tapet hvis verdiene i boet ikke er tilstrekkelige.

En rask og effektiv avvikling av selskaper som har gått konkurs, er avgjørende for økonomiens samlede evne til omstilling, nyskaping og vekst. Dette henger nært sammen med vern av kreditorer. Kreditor står sterkt i norsk lovgivning. Et godt kreditorvern gjør det

relativt enkelt å kreve konkurs når vilkårene er oppfylt. Så lenge rettsvesenet og styrer av konkursbo fungerer som de skal, får kreditorene frigjort midler i boet, og samfunnet får frigjort ressurser. Det er vesentlig at arbeidskraft, kompetanse og kapital som er bundet opp i ulønnsom virksomhet, snarest mulig frigjøres til nye oppgaver. Det gir en rask – om enn smertefull – omstilling også gjennom kriser. Nedturen varer kortere, og økonomien kommer seg raskere på fote.

Husholdningenes gjeld er vanskeligere å sanere. Norske husholdninger kan avskrive gjeld mot verdien av eiendelene, men det skjer vanligvis først ved dødsfall.^[4] Før det er regelen at gjelden følger deg, gjennom hele livet.

Norge har en lov om *gjeldsordning*. Det er nok de færreste som frivillig søker seg inn i den ordningen. Deler av gjelden kan bli ettergitt, men samtidig blir man sittende med trekk i lønn, ned til et minimalt forbruksnivå. Mange av de som går inn i gjeldsordningene, sliter med gjeld de har tatt opp som personlig næringsdrivende.

De siste årene har forbruksgjelden vokst markert. Det er mye vanligere å misligholde slik gjeld enn å misligholde gjeld med pant i bolig. Det betyr ikke at långiver taper pengene sine. Misligholder man forbruksgjeld, kan kreditor kreve trekk fra lønnsutbetaling. Salg av eiendeler kan være nødvendig for å unngå å komme i gjeldsordning. Kreditorvernet skal bidra til å gjøre folk mer forsiktige når de tar opp lån, siden de vet at de må gjøre opp for seg. Det gir samtidig sterk beskyttelse for långiverne – også for dem som tar seg godt betalt med høye renter for usikrede lån. Paradoksalt nok kan det bli litt for attraktivt å yte slike lån.

Gjeld med pant i bolig betyr normalt god sikkerhet for långiver. I nedgangstider hvor eiendomspriser faller markert, kan slik gjeld likevel være vanskelig å håndtere. Hvis mange samtidig forsøker å sanere gjeld ved å selge bolig, kan prisene og verdien av pantet falle betydelig. Når panteverdiene faller mye, blir det vanskelig å sanere gjelden.

Hva betyr boligmarkedet?

Nesten 90 prosent av husholdningenes gjeld er lånt med pant i bolig. Og gjeldsveksten følger i stor grad utviklingen i boligprisene. Selv om forbruksgjeld har vokst mye de siste årene, domineres altså det store bildet av boliggjelden. Siden vi investerer så mye i bolig – stort sett med lånte penger – har boligprisene mye å si for hvordan det går med vår nettoformue.

Det er vanlig å si at i Norge eier man egen bolig. Virkeligheten er litt mer nyansert – 23 prosent av norske husholdninger leier boligen de bor i. Men det har lenge vært et tverrpolitisk mål at de som ønsker det, skal ha muligheten til å eie sin egen bolig.

Figur 5: Kraftig vekst i boligprisene

Som vi ser av figuren, har realprisen på bolig svingt både opp og ned de siste 150 årene, når vi måler boligprisene mot den generelle prisstigningen. Boligprisene nådde en foreløpig topp i 1899, året før det store Kristiania-krakket. Deretter falt boligprisene – særlig under og etter de to verdenskrigene. Kjøpte man bolig rett før Kristiania-krakket, ville det tatt over 80 år før

man fikk pengene igjen. Og etter prisfallet på slutten av 1980-tallet, gikk det tolv år før prisene igjen var på samme nivå som i 1987.

Etter bankkrisen i begynnelsen av 1990-årene skjøt boligprisene virkelig fart. Målt i reelle termer er de nå over dobbelt så høye som før boblen sprakk i slutten av 1980-årene. I mange år har boligkjøp vært en ekstraordinært god investering. Sterk vekst i boligprisene har sørget for at mange har fått store papirformuer.

Figur 6: Hvor mye bolig får vi for en vanlig lønn?

I mesteparten av forrige århundre opplevde nordmenn en betydelig velstandsvekst. Større og billigere bolig var en vesentlig del av denne utviklingen. Det slo ut i flere kvadratmeter bolig for en vanlig lønnsinntekt, til tross for at realprisene på boliger også økte kraftig. Men siden begynnelsen av 1990-tallet er bolig blitt dyrere også når vi måler mot inntekt. Eller for å si det på en annen måte – med en gjennomsnittslønn får vi i dag under halvparten så mange kvadratmeter som vi fikk i 1991.

Figur 7: Økt gjeld – lavere rentebelastning

Siden vi stort sett ikke bor trangere enn før, skulle man tro at vi dermed må bruke mye mer av vår inntekt på å finansiere våre boliger. Men slik er det ikke. Riktignok er vår gjeld rekordhøy, men rentebelastningen er ikke noe større nå enn den var for 30 år siden. Rentene har falt. Siden inntektene samtidig har vokst markert, har også avdragene på store lån vært greie å bære. Norske husholdninger har tilpasset seg det ved å ta opp stadig mer gjeld for å finansiere stadig dyrere boliger.

Det ville ikke vært mulig uten tilgang på billig kreditt. Lave renter har gjort det mulig å opprettholde boligstandard, selv om boligprisen stadig har krøpet oppover. Dessuten har lavere renter, økt nedbetalingstid og tilbud om avdragsfrie perioder gjort det mulig å ta høyere lån, uten at likviditeten har blitt presset. Det har også gjort det mulig for den enkelte å by høyere enn man ellers ville ha gjort, med stadig høyere priser som resultat.

Globalt gjenspeiles gjeld av fordringer. Det noen låner, har andre spart. Noen ønsker å fremskynde forbruk og investeringer, andre å spare til alderdommen. Det globale rentefallet gjenspeiler at tilbudet av finansiell sparing har økt vesentlig, særlig etter at landene i Asia virkelig ble en del av det internasjonale varebyttet etter år 2000.

Rentefallet er altså et internasjonalt fenomen, drevet av fallende inflasjon, lavere vekst og økt global sparing. Rentene i Norge kan over tid ikke avvike for mye fra rentene internasjonalt. Da ville en for sterk krone gitt fall i aktiviteten og deflasjon.

Pengepolitikkenes hovedoppgave er å opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. Inflasjonsstyringen skal være fremoverskuende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting samt til å motvirke oppbygging av finansielle ubalanser. Pengepolitikken kan ikke ta et hovedansvar for den finansielle stabiliteten. Men når vi nå er i ferd med å øke renten noe, vil det også kunne bidra til å dempe gjeldsveksten.

Skal gjelden ned?

Det er lett å tenke at boligprisene bare vil fortsette å stige – slik de har gjort i mer enn 25 år. Økende inntekter og formue på statens hånd har gått sammen med stigende boligpriser og økt gjeld i husholdningene. Men erfaringene fra årene etter vi fant olje, og særlig erfaringene fra årene etter bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet, er ikke en god rettesnor for hva vi skal vente i fremtiden.

Takket være oljevirkosomheten har norsk økonomi gått gjennom en periode med kraftig vekst i inntekt og formue de siste 25 årene. Den historien vil neppe gjenta seg. Det skal mye til at Norge de neste 25 årene vil finne en tilsvarende kilde til økonomisk velstand og vekst. I årene vi har bak oss har bidragene fra oljefondet til statsfinansene samtidig økt. Nå er fondet nær toppen, og bidragene blir neppe mye større enn de er i dag. Selv om Norge fortsatt vil være et av verdens rike land, må vi regne med at vi i fremtiden vil likne mer på våre naboland.

I 1988 var gjennomsnittlig utlånsrente i bankene over 16 prosent. Renten holdt seg tosifret til godt ut på 1990-tallet. I dag er boliglånsrenten rekordlav – under 3 prosent. Det ser ut til at vi står foran en periode med litt høyere renter. Det kan bidra til å øke rentebelastningen og dempe låneopptaket i husholdningene. Uansett hva som skjer i årene som kommer, vil rentene ikke kunne falle like mye som i de siste 25 årene. De som tar opp gjeld i dag, må tenke på om de får et gjeldsnivå de kan leve med *over tid*. Da er bakspeilet en dårlig veiviser.

Det er som kjent vanskelig å spå – særlig om fremtiden.^[5] Ekspertene og økonomer som meg har tatt feil før. Men en ting er jeg likevel nokså sikker på: Ingen trær vokser inn i himmelen. Forventninger skifter. Når låntakerne oppdager at utsiktene ikke er like lyse som før, vil de bli mer forsiktige. Om noe, skal gjelden i norske husholdninger da ned – kanskje ikke absolutt, men i hvert fall i forhold til inntektene.

Jo høyere gjeldsnivået er i utgangspunktet, desto mer utsatt blir norsk økonomi. Da øker risikoen for at en korreksjon i gjelden kan komme brått, slik at verdiskapingen faller mye.

Når ting går dårlig, blir god kreditt til dårlig gjeld. Da vil husholdningene betale ned på gjelden og kutte forbruket. Det rammer næringslivet og gjør at det tar tid å få veksten opp igjen. Det ser vi i mange europeiske land som fortsatt sliter etter finanskrisen.

Norge har virkemidler til å motvirke kriser. Det er handlingsrom både i penge- og finanspolitikken. Norske myndigheter har også innført flere tiltak for å gjøre økonomien mindre sårbar for sjokk – særlig i kjølvannet av finanskrisen i 2008. Det er stilt krav om at bankene holder mer egenkapital og mer likvide eiendeler. Det gjør bankene mer robuste. Også låntagere blir regulert. Boliglånsforskriften ble første gang innført i 2015. Forskriften begrenser hvor mye gjeld den enkelte husholdning kan ha. Det gir færre utsatte husholdninger. Nylig er det også innført begrensninger i forbrukslån. Sammen med handlingsrom i finanspolitikken og en gradvis normalisering av renten, får vi tro at disse tiltakene vil være tilstrekkelige til å unngå en ny krise.

Gjelden skal nok ned, men vi vet ikke når eller hvor mye. Er vi heldige, kan vi få en gradvis tilpasning uten store sjokk. Men det kan vi ikke basere oss på. Hvis gjelden nå skulle fortsette å stige mye, kan nye tiltak bli nødvendige.

Økonomien må også tåle en kraftig korleksjon hvis den skulle komme. Norsk økonomi er motstandsdyktig. Næringslivet har vist evne til omstilling, nyskaping og vekst, og vi har solide statsfinanser, et fleksibelt arbeidsmarked og en velfungerende lønnsdannelse. Hvis krisen skulle inntreffe, er det disse egenskapene vi må trekke på for å komme gjennom den så smertefritt som mulig.

Fotnoter:

1. Reinart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2011); *This time is different*, Princeton University Press
2. Samlet kan tapene ha tilsvart nesten 20 prosent av BNP i Frankrike på det tidspunktet. Til sammenlikning var SPUs aksjetap i 2018 om lag 20 prosent av BNP i Norge.
3. Clarke, Antoine (2014): [The Death of French Savings, the Russian Bonds Story 1880-1996](#); Oosterlinck, Kim and John Landon-Lane (2006): Hope springs eternal – French bondholders and the Soviet reputation (1915-1919), *Review of Finance*, vol. 10, issue 4, 507-535, Pavlovsky, Leo and Harold G. Moulton (1924): [Russian debts and Russian reconstruction](#), McGraw-Hill, New York,
4. Et unntak er at husholdninger bare hefter for fellesgjeld i borettslag så lenge de har eierandeler i borettslaget.
5. «Det er vanskelig å spå, og særlig om fremtiden» tilskrives i Norge og Danmark ofte den danske karikaturtegneren R. Storm Pedersen, men ifølge Storm P. museet i Fredriksberg finnes det ikke belegg for at Storm P. noen gang brukte denne formuleringen. Liknende sitater tillegges en rekke personer, som Nils Bohr, baseballspilleren Lawrence «Yogi» Berra, Groucho Marx, Mark Twain og den tyske kabaretskuespilleren Karl Valentin (som er påstått opphav til den tyske ekvivalenten: «Prognosen sind schwierig - vor allem, wenn sie die Zukunft betreffen»). En dansk minister skal i en selvbiografi på 1940-tallet ha påstått at uttrykket var en språkblomst som ble brukt i det danske folketinget på 1930-tallet, men oppga ikke eksakt opphav.