

Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 12. februar 2009

Innledning

Lyrikeren Øyvind Rimbereid fra Stavanger – med verk som er løftet opp i norsk litterær kanon¹ – er i år nominert til Nordisk Råds litteraturpris for samlingen «Herbarium». Diktet «Tulipan» starter med bølgen av spekulasjon i handelen med blomsterløker på 1600-tallet. Det ble utviklet et fremtidsmarked for løker i Holland etter at gartnere fant ut at virus ga tulipaner striper og vakre farger. På kort tid økte verdien av løkene 25 ganger, før markedet brøt sammen. Hundre år senere kostet en løk under en prosent av nivået før kollapsen.²

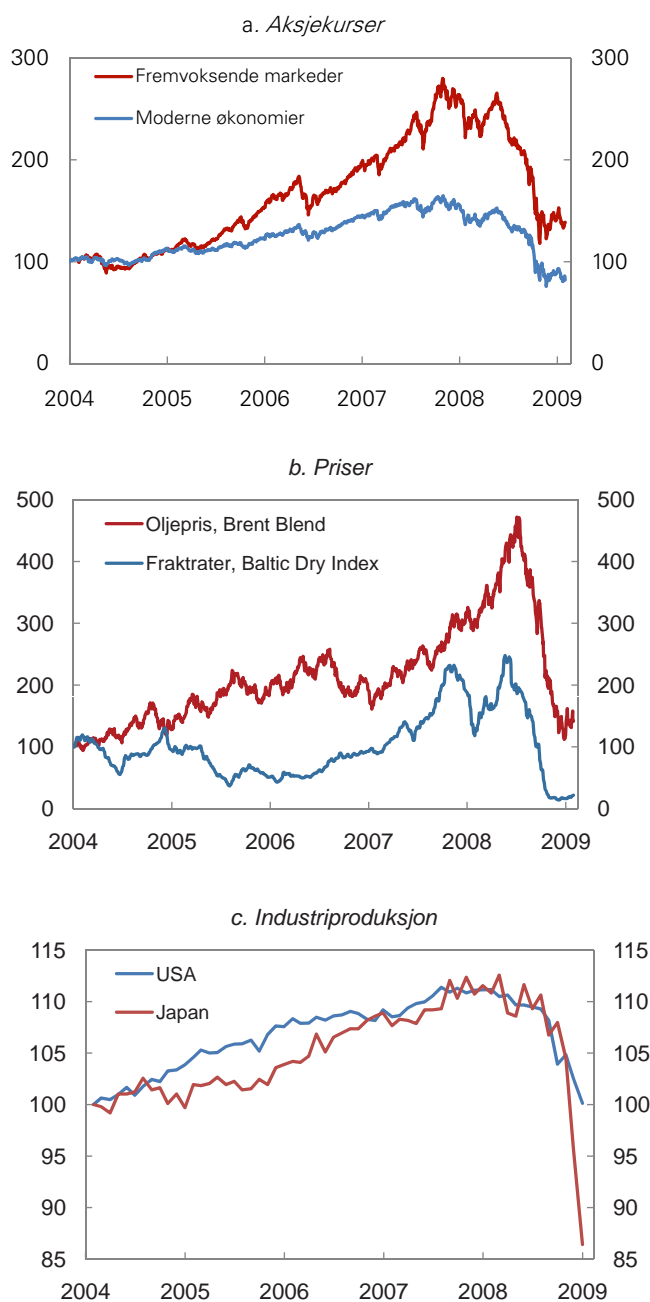
Rimbereid sier:

*“Året 1635
og på pollengult papir
flagrer tulipanløker de fleste knapt
vet hvor gror.
Eller de gror kun i vekselsignaturen
til en selger som selv har kjøpt
en signatur av en selger
med penger som selv finnes
kun som signatur.”³*

Nedgangstider i verdensøkonomien

I september i fjor slo uroen i finansmarkedene ut i full krise verden over. Like før hadde det sett ut til at markedene lot seg roe da amerikanske myndigheter reddet de to boligbankene Fannie Mae og Freddie Mac. Men 15. september gikk den store investeringsbanken Lehman Brothers konkurs. Banken hadde stor aktivitet også i Europa og Asia, i tillegg til i USA. Dagen etter brøt pengemarkedene sammen. All tillit mellom bankene var borte. Likviditeten tørket ut, rentene steg kraftig og aksjekursene falt. De daglige svingningene – volatiliteten – i valutakursene tiltok markert. 25. september ble den store amerikanske banken Washington Mutual satt under administrasjon, og långiverne til banken gikk på tap. Da stoppet også obligasjonsmarkedene helt opp.

Figur 1 Aksjekurser. Fall i alle land og markeder. Indeks. 1. januar 2004=100



Kilde: Thomson Reuters

¹ Kilde: Stig Sæterbakken og Janike Kampevold Larsen (red.) (2008): «Norsk Litterær Kanon», Cappelen DAMM.

² For nærmere redegjørelse av tulipanboblen i Holland, se NOU 1999: 29 «Varederivater», s.53

³ Kilde: Øyvind Rimbereid (2008): «Herbarium», Gyldendal Norsk Forlag A/S, s.38

I dagene og ukene etter strammet bankene inn på nye utlån til husholdninger og bedrifter.

Veksten i verdensøkonomien var allerede på vei ned, men alt ble verre i de siste månedene i fjor. Omslaget var kraftig og traff synkront nær sagt alle finans- og vare- og tjenestemarkeder, ikke bare i USA, men også i Europa, Asia, Latin-Amerika og Oseania (figur 1).

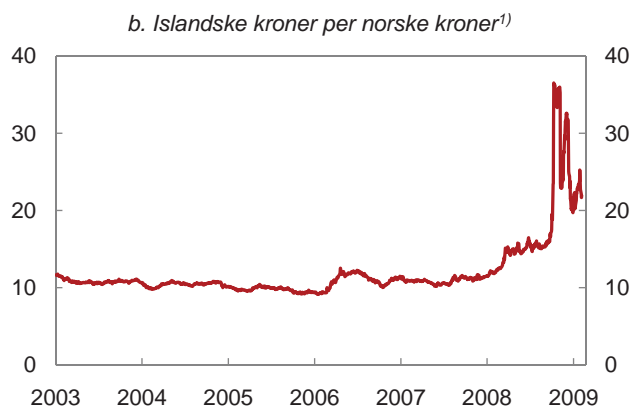
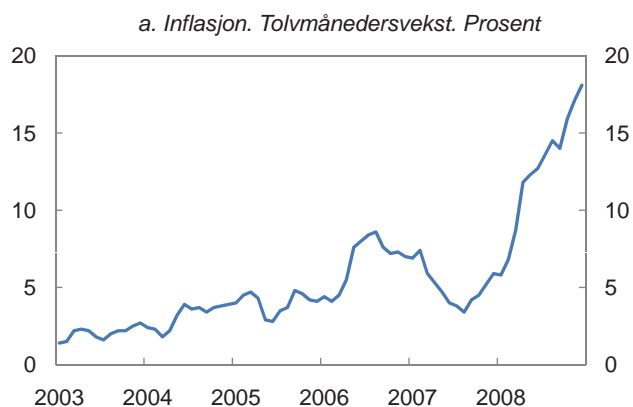
Island var mer utsatt enn de fleste (figur 2). Inflasjonen svingte mye, og forventningene til fremtidig prisstigning var ikke godt forankret. Derfor ble også utslagene i den islandske kronen svært store. Mange med lån i utenlandsk valuta fikk økt sin gjeld da kronen stupte. En tid var det ikke mulig å veksle islandske kroner om til annen valuta. Det var likevel sammenbruddet i de forvokste bankene som var utslagsgivende. Den islandske staten overtok dem, men det var ikke tillit til at staten kunne bære den høye gjelden som fulgte med. Island måtte søke hjelp hos andre land og Det internasjonale valutafondet. Det ligger nå an til at produksjonen på Island faller med 10 prosent, i år og at det private forbruket blir redusert med 35 prosent

i løpet av tre år. Samtidig skal staten bære en gjeld som utgjør over en million norske kroner per familie.

Krisen ute fikk raskt virkning her hjemme. Våre banker og flyten av lån og penger er tett vevd sammen med markedene ute. Bankenes finansiering i andre land ble dyr og stoppet nesten opp. De reagerte med å øke rentene til bedrifter og husholdninger, og de skrudde til lånekranen. Stadig større deler av næringslivet fikk merke nedgangen utover høsten. I august i fjor fortalte industribedriftene i vårt regionale nettverk at veksten ville holde seg oppe. I november beskrev de omslaget som «et infarkt». Produsentene av bildeler i Farsund, Høyanger, Raufoss, Kongsvinger, Kongsberg, Hvittingfoss og Rollag fikk merke at kjøpet av biler var stoppet opp. Verkstedindustrien begynte å tvile på kvaliteten på sine ordrebøker. Prisene falt på olje, gass, aluminium og ferrolegeringer, samt frakt.

Den norske kronen er en skjør plante. Det så vi da investorer flyktet fra valutaene til små land, og kronen svekket seg kraftig (figur 3). Da spekulantene trakk seg

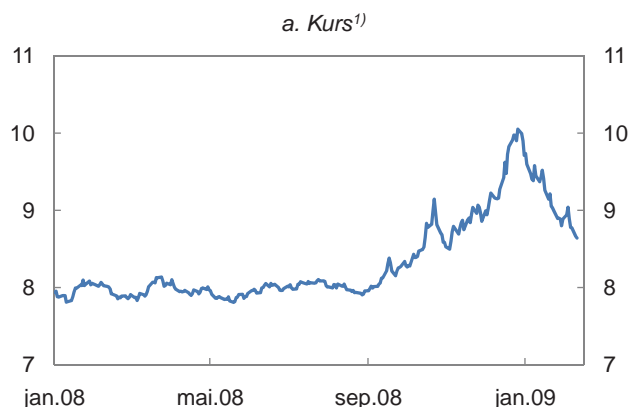
Figur 2 Island. Inflasjon og kronekurs. 1. jan. 2003 – 4. feb. 2009



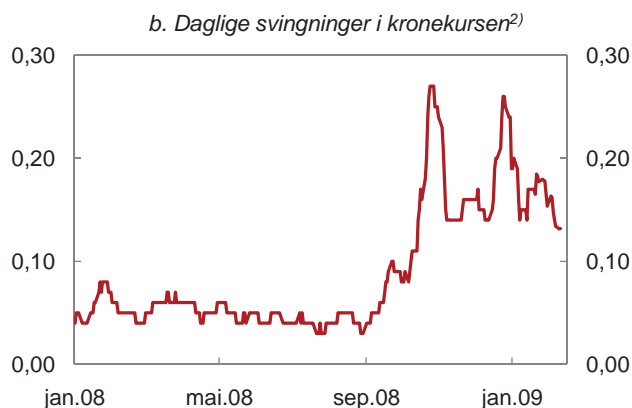
¹⁾ Norges Banks noteringskurs er brukt fram til og med 9. desember 2008. Etter 9. desember noterte ikke Norges Bank kursen på islandske kroner, og utenlandsmarkedet er da brukt for å uttrykke islandske mot norske kroner. Stigende kurve betyr svakere islandsk krone

Kilder: Norges Bank og Thomson Reuters

Figur 3 Norske kroner per euro. Kurs og svingninger. 1. jan. 2008 – 10. feb. 2009



¹⁾ Stigende kurve betyr svakere krone



²⁾ Forskjell mellom høyeste og laveste omsetningskurs i løpet av dagen. 10 dagers glidende gjennomsnitt

Kilde: Thomson Reuters

ut, økte de daglige utslagene, og det ble dyrere å sikre seg mot kurssvingninger. Kronen nådde sitt svakeste nivå på 10 år på julaften.

Vi er nå inne i den største nedgangskonjunkturen i etterkrigstiden i OECD-landene. Amerikansk økonomi kan allerede ha krympet med i størrelse 2½ prosent siden krisedagene i september. Produksjonen faller like mye i mange europeiske land, og kanskje det dobbelte i Japan og Korea. Det var lenge et håp om at veksten i Kina og andre fremvoksende økonomier skulle holde seg oppe. Men også de er hardt rammet.

Produksjonen går også tilbake i Norge, men så langt trolig noe mindre enn ute.

Det som nå skjer, er noe mer enn en vanlig konjunkturbølge. Det er tillitskrise med svikt i tro på framtiden, svikt i tillit til banker, motparter og kontraktspartnere. Myndighetene har gått langt, som i en unntakstilstand, i å bruke etablerte og nye virkemidler.

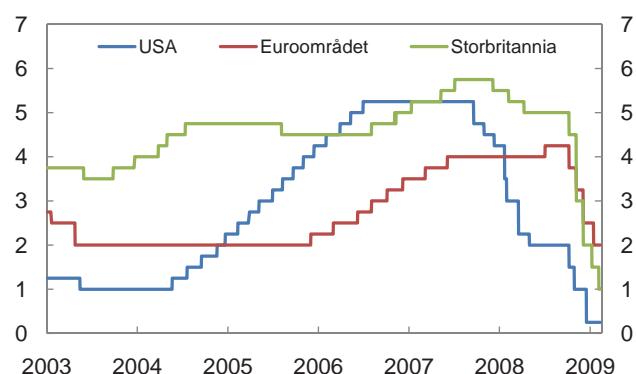
Det er satt i verk fem ulike sett av tiltak:

For det første: Sentralbankene tilfører bankene mye mer likviditet enn vanlig, og de yter dem lån med lengre løpetid. De skaffer også til veie internasjonal valuta til sine banker.

For det andre: Styringsrentene er blitt redusert kraftig (figur 4). USA kom først inn i nedgangskonjunkturen og satte renten ned allerede fra høsten 2007. Men under krisen har de gått videre. Her i Europa økte rentene fram mot sist sommer før de ble satt kraftig ned fra oktober.

For det tredje: Det er tatt i bruk kredittpolitiske virkemidler. Flere land garanterer for lån til bankene. Den amerikanske sentralbanken kjøper boliglånobligasjoner, papirer med sikkerhet i studielån, forbrukslån og lån til små virksomheter, samt sertifikater utstedt direkte av større bedrifter. Det siste vil sentralbankene i Japan og Storbritan-

Figur 4 Styringsrenter ute. Prosent. 1. jan. 2003 – 10. feb. 2009



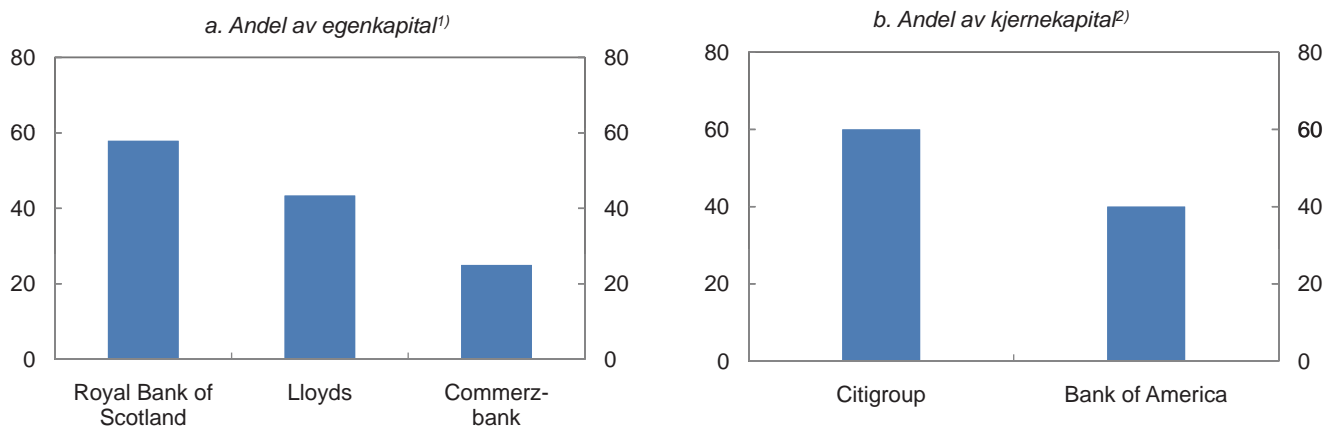
Kilde: Thomson Reuters

nia også gjøre. Den britiske staten har varslet at den vil garantere for utlån til små og mellomstore bedrifter.

For det fjerde: Myndighetene i flere land har sett seg tvunget til å tilføre risikokapital til bankene (figur 5). Enkelte stater overtar eierskap i finanshus. I Storbritannia har staten nå majoritet i storbanken Royal Bank of Scotland, og den eier over 40 prosent av Lloyds. I Tyskland kjøper staten seg opp i Commerzbank, som tar over Dresdner Bank. I USA har staten tilført kapital i andre former enn ordinær aksjekapital, men slik at store banker langt på vei drives på statens regning og risiko.

For det femte: For å dempe fallet i produksjonen og sysselsettingen øker statene sine bevilgninger og setter ned skatte- og avgiftssatser. I USA blir det arbeidet med tiltak som tilsvarende nesten 5 prosent av bruttonasjonalproduktet. De aktive tiltakene er ikke like omfattende i Europa. Men her virker skattene og det offentlige sikkerhetsnettet som en støtdemper.

Figur 5 Statlig tilførsel av kapital 2008 og 2009. (Planlagt og overført kapital). Prosent



1) Tilførsel av egenkapital som andel av egenkapital

2) Tilførsel av kjernekapital som andel av kjernekapital

Kilde: Bloomberg

Også i Norge blir et helt sett av virkemidler brukt. Bankene har fått tilført både korte og mer langsiktige lån fra Norges Bank. De får dessuten tilgang til likvide statspapirer mot sikkerhet i boliglån. Styringsrenten er blitt satt kraftig ned (figur 6).

Som i andre land når ikke pengene fram til bedriftene, men hoper seg opp i bankene (figur 7). Staten har derfor gitt økte lån og garantier for norsk eksport, økte rammer for statsbankene og lar Folketrygdfondet øke sine kjøp av obligasjoner. Staten tilfører nå også risikokapital til norske banker. For å dempe fallet i aktiviteten i norsk økonomi øker statens utgifter med over 10 prosent i år.

Hva var det som brast?

Nedgangstidene vi er inne i, avløser en periode med svært god økonomisk vekst både ute og her hjemme, støttet av gode vilkår for handel. De fremvoksende økonomiene i Asia, Europa og Latin-Amerika har stått for en stadig større del av produksjonen. Flere hundre millioner mennesker har tatt steget ut av fattigdom. Men hva gikk så galt?

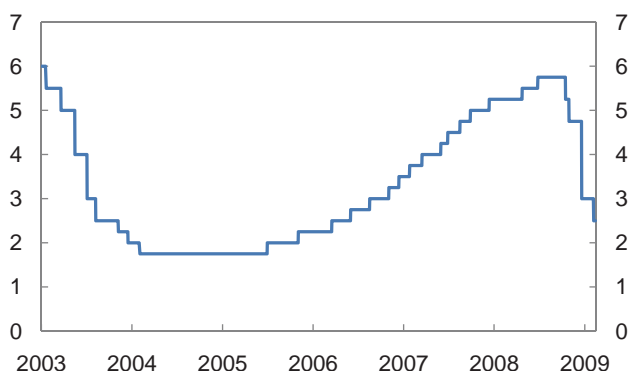
Eller med Rimbareids ord:

*“Og depresjonens årsak?
Teorier i strid, liksom omkring
et ennå ikke oppdaget virus.
Kom det av aksjehandelens altfor frie liv?
Eller oppsto det fordi statens hånd
i et sett forstyrret med sin unaturlige smitte?
Eller buktet viruset seg
inne i selve regnemaskinen?”* ⁴

Det bygde seg opp store ubalanser i betalingene mellom industrilandene, særlig USA, på den ene siden, og de fremvoksende økonomiene, særlig Kina, på den andre siden (figur 8). Det har dels opphav i underskudd på statsbudsjettet og lav privat sparing i USA helt fra 1990-tallet, og dels i at veksten i Kina, særlig de siste årene, har vært eksportledet med sterk konkurranseevne og styrt valutakurs. Et særtrekk har altså vært at rike land har lånt, og land i utvikling har spart. Ubalansene ble større da olje- og andre råvarepriser økte markert. Oppgaven med å formidle kapital ble for krevende for aktørene i kapitalmarkedene. De langsiktige rentene ble for lave, jakten på avkastning for hissig og betalingen for risiko for snau.

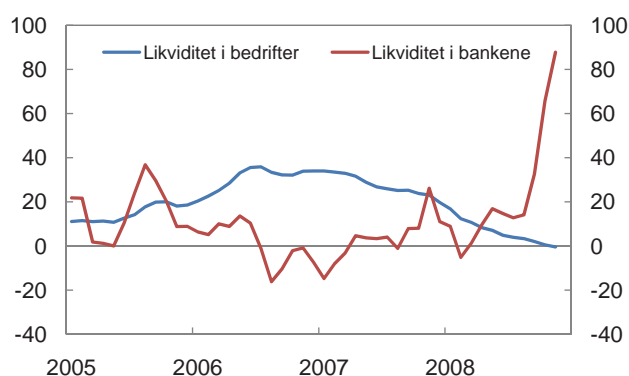
Rik tilgang på langsiktige lån ga for stor etterspørsel etter boliger og annen fast eiendom i nesten hele den vestlige verden. De første klare tegnene til at utviklingen ikke var bærekraftig, kom til syne i 2007 – i boligmarkedet i USA, i pengemarkedet og i banker.

Figur 6 Norges Banks styringsrente. Prosent. 1. jan. 2003 – 10. feb. 2009



Kilde: Norges Bank

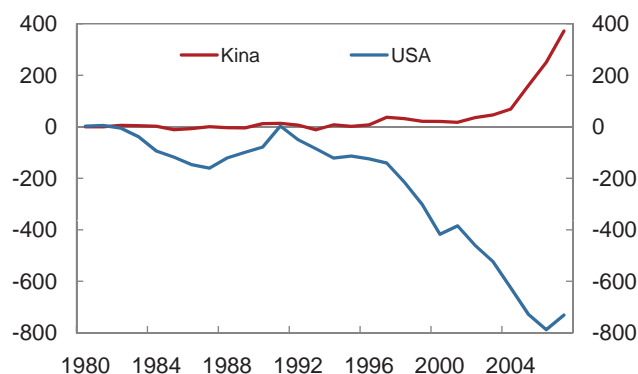
Figur 7 Likviditet.^{1), 2)} Tolv månedersvekst. Tremåneders gjennomsnitt. Prosent. Jan 2005 – des. 2008



- 1) Bankers likviditet uttrykkes som summen av bankenes og pengeholdende sektors beholdning av norske sedler og mynter i omløp samt deres innskudd i Norges Bank (M0)
- 2) Bedrifters likviditet uttrykkes som ikke-finansielle foretaks beholdning av norske sedler og mynter, ubundne bankinnskudd og banksertifikater (M2)

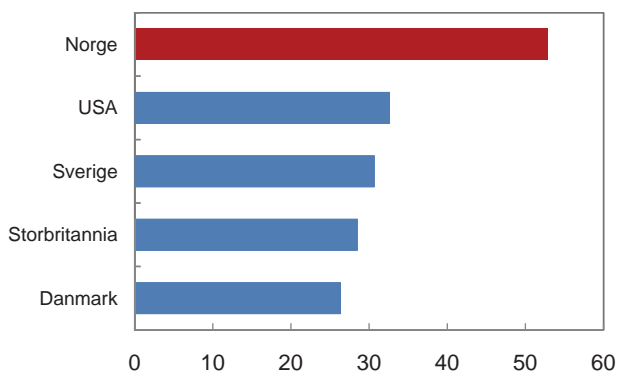
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 8 Utenriksøkonomi. Milliarder USD. Driftsbalanser. 1980 – 2007



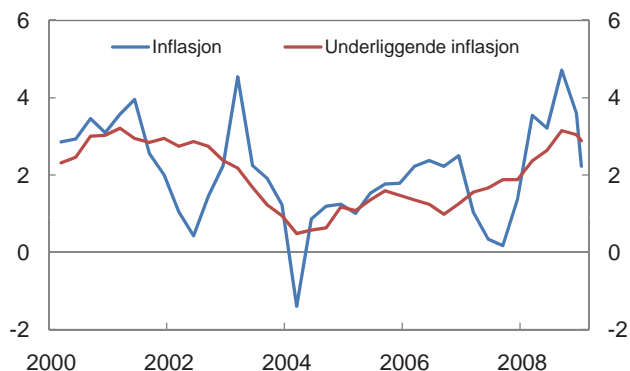
Kilde: Thomson Reuters

Figur 9 Nasjonalinntekt.¹⁾ Prosent. Samlet vekst fra 2002 til 2007



¹⁾ Disponibel nasjonalinntekt, beregnet i nominelle termer
Kilde: OECD

Figur 10 Inflasjon¹⁾ og underliggende inflasjon²⁾. Tolvmånedersvekst. Prosent. Jan. 2000 – jan. 2009



¹⁾ KPI
²⁾ KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Se Staff Memo 2008/7 fra Norges Bank for en nærmere beskrivelse av KPIXE

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Få land tjente bedre på den økonomiske oppgangen enn Norge (figur 9). Prisene på olje, gass og andre varer vi eksporterer, ble drevet opp. Samtidig kjøpte vi stadig flere av våre forbruksvarer billig fra nye EU-land og fra Asia.

Etter at EØS-området ble utvidet, kunne vi dessuten nyte godt av flyt av arbeidskraft, særlig fra Polen. I tillegg var norske bedrifter flinke til å ta i bruk ny teknologi og organisere virksomheten. Norges disponible inntekt økte mer enn i noe annet vestlig land, og med over 50 prosent fra 2002 til 2007. Det var ikke til å unngå at aktørene i det økonomiske livet her hjemme så lyst på fremtiden. Folk sparte mindre, og i boligmarkedet ble det euforiske tilstander. Gjelden este både i husholdninger og bedrifter.

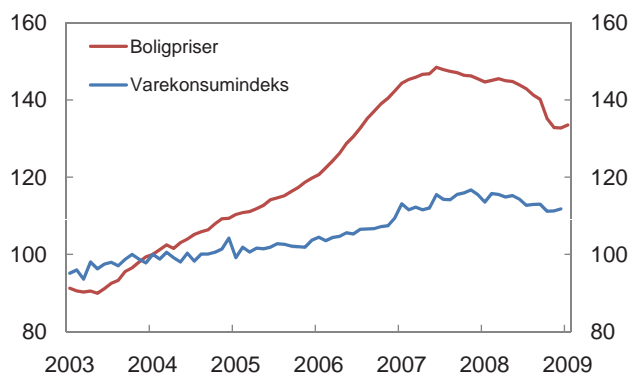
Lenge avtok prisstigningen (figur 10). Vi satte renten lavt da inflasjonen falt og nærmet seg null i 2003 og 2004. Virksomhetenes evne til å produsere var økt markert. Det ga rom for sterk vekst i etterspørselen etter varer og tjenester. Den lave renten støttet opp under den gode vekstevnen i økonomien. Godt i forkant av at prisveksten tiltok, begynte vi i 2005 å heve renten. Takten i renteøkningene ble gradvis økt.

Konjunktoren i Norge snudde for litt over et år siden. Veksten i forbruket stoppet, og boligprisene begynte å falle (figur 11). Fram mot høsten i fjor så det ut til at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi mest trolig ville avta mot et normalt nivå, inflasjonen ville stabilisere seg rundt 2½ prosent, og styringsrenten fremover kunne holdes på det vi regner som et normalt nivå – mellom 5 og 6 prosent. Men, utsiktene ble vurdert å være usikre.

Råvareprisene steg og trakk inflasjonen opp i mange land. Samtidig var veksten i lønningene blitt høy her hjemme, og stigningen i produktiviteten avtok. På den andre siden kunne uroen i finansmarkedene, hvis den tiltok, ramme verdensøkonomien og vår eksport hardt.

Høsten 2008 gikk så uroen over i en finansiell og realøkonomisk krise som synkront traff nær sagt alle land. Det gir nå fall i produksjon og sysselsetting også i Norge.

Figur 11 Varekonsum og boligpriser. Indeks. 1. januar 2004 = 100. Jan. 2003 – jan. 2009



Kilder: Norges Eiendomsmeglerforbund, Eiendomsmeglerforetakenes forening, FINN.no, ECON Pöyry og Statistisk sentralbyrå

⁴ Kilde: Øyvind Rimbereid (2008): «Herbarium», Gyldendal Norsk Forlag A/S, s.56

Veien framover

Myndighetene i mange land har siden da vist at de er beredt til å bruke sterke virkemidler, men likevel er finansmarkedene fortsatt ute av lage. Tillitssvikten og rasjoneringen av kreditt gir nedgang i produksjonen. Da faller inntjeningen i små og store bedrifter, og flere blir arbeidsledige. Det legger til rette for flere runder med tap på verdipapirer og i bankenes bøker. Hver uke kommer nyheter som skaper inntrykk av at tiltakene som blir gjennomført, ikke er nok til å stagge nedgangen.

Men tiltakene har virkning.

Likviditeten flyter litt bedre, og renten på lån mellom bankene har falt (figur 12). Denne renten var i USA og Europa mer enn 2 prosentenheter over styringsrenten i oktober i fjor, men forskjellen er nå halvert. De lave rentene sentralbankene setter, når i større grad fram. I USA har boliglån og lån til bedrifter blitt billigere etter at sentralbanken begynte å kjøpe opp obligasjoner og sertifikater som boligbanker og bedrifter utsteder. I Tyskland, Sverige og Danmark har renten på boliglån falt markert. Også i Norge har lånerentene gått ned, og flyten av lån til kjøp av bolig har løsnet. Aksjekursene og råvareprisene svinger fortsatt mye, men faller ikke bratt lenger.

Lavere styringsrenter, høyere offentlige utgifter og reduserte skatter vil øke etterspørselen etter varer og tjenester. Det vil etter hvert stabilisere produksjonen og sysselsettingen og motvirke at prisstigningen blir for lav.

Det er også sterke selvregulerende mekanismer i markedsøkonomier som det kan være lett å undervurdere når det ser som mørkest ut.

Lønnsomheten i bedriftene er presset, men økningen i arbeidsledigheten vil føre til lavere lønnsvekst som demper utslagene i inntjeningen. Investeringene faller mye, men etter hvert blir det behov for nye boliger og bygg og for å erstatte utrangerte maskiner. Husholdningene verden over øker nå sin sparing og reduserer sin gjeld. Men gjelden når etter hvert et nivå de kan leve med. Da vil forbruket ta seg opp.

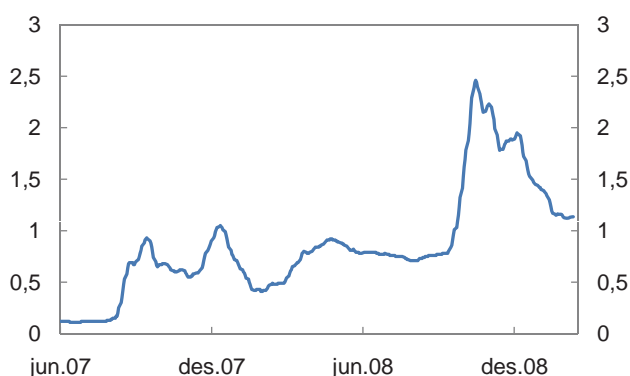
Lave renter demper nedgangen i investeringene og gjør det lettere for husholdningene å betale ned gjeld. Tilpasningen kan likevel ta tid, og vi kan ikke vente at forbrukere i USA og Europa skal drive en ny oppgang. Der vil også offentlig sektor etter hvert måtte stramme til sin pengebruk og øke skatteinntektene for å hindre at gjelden øker. Skal veksten i verdensøkonomien etter hvert få godt feste, må trolig offentlige og private investeringer og forbruk i Kina og andre asiatiske land legge beslag på en større del av det som kan produseres der.

Mange industriland får nå bedre priser for sin eksport i forhold til prisene på sin import. Reduserte olje- og råvarepriser letter byrden.

Men vårt bytteforhold blir svekket (figur 13). En del av gevinsten de siste årene er nå borte, og disponibel inntekt for landet vil kunne falle med nesten 10 prosent i år. Det fører Norge nedover listen over de rikeste landene i verden (som vi jo kanskje ikke bare har vondt av).

Norske bedrifter blir rammet når husholdninger verden over kjøper færre biler og møbler og når det blir bygd færre skip. Med lavere oljepris vil trolig også investeringene på sokkelen falle i årene fremover. Men la oss ikke glemme at prisen på petroleum fortsatt er høyere enn næringen for bare få år siden turde håpe på.

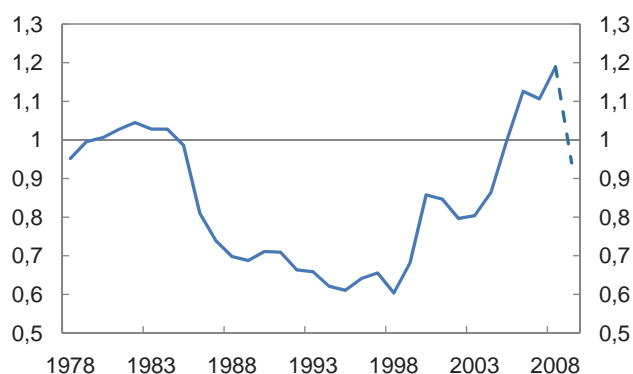
Figur 12 Internasjonale rentepåslag i pengemarkedet.¹⁾ Femdager glidende gjennomsnitt. Prosentenheter. 1. jun. 2007 – 10. febr. 2009



¹⁾ Gjennomsnitt av differansen mellom 3-måneders pengemarkedsrenter og forventede styringsrenter i USA, Storbritannia og Euroområdet

Kilde: Thomson Reuters

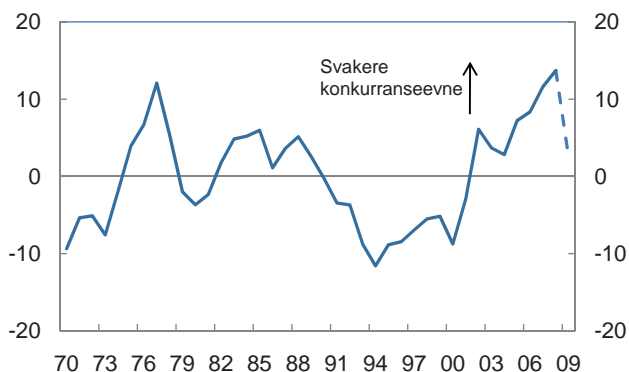
Figur 13 Norges bytteforhold mot utlandet. Pris på eksport/pris på import. 1978 – 2009¹⁾



¹⁾ Anslag for 2008 og 2009

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 14 Relative lønnskostnader.¹⁾ Avvik fra gjennomsnittet. Prosent .1970 – 2009 (januar)



¹⁾ Relativt til våre handelspartnere. Målt i felles valuta. Et uttrykk for Norges konkurranseevne. Gjennomsnittet er beregnet 1970 – 2008.
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Finansdepartementet og Norges Bank

Konkurranseevnen til norsk næringsliv svekket seg i oppgangskonjunktoren (figur 14). Men fallet i kronen siden i september i fjor retter det noe opp. Vi må likevel vente at arbeidsplasser i industrien vil forsvinne. Veksten her de senere årene var da også et brudd på de lange linjene.

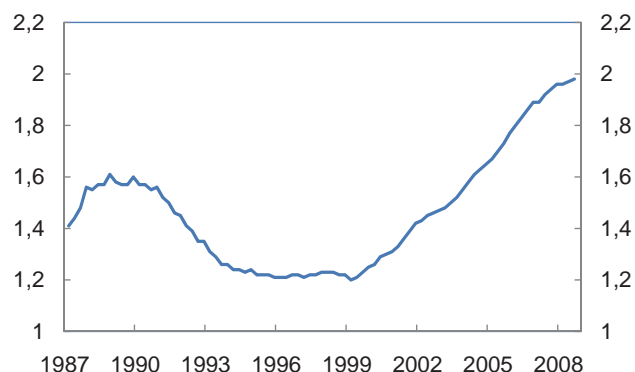
Norske husholdninger har bygd opp sin gjeld over mange år. På midten av 1990-tallet var gjelden 1,2 ganger inntekten. I 2008 hadde den økt til to-gangeren (figur 15)

Vi har ikke klare holdepunkter for hva som er en bærekraftig gjeld. Folk bruker en mindre del av sin inntekt til rent livsopphold i dag og har mer til bolig og renter. Endringene i kredittmarkedene har dessuten gitt folk større mulighet til å tilpasse sitt forbruk over livsløpet. Det offentlige sikkerhetsnettet utvides også gradvis og kan gi lavere sparing.

Erfaringene fra de siste årene tyder likevel på at nivået på gjelden er i høyeste laget. Veksten i det private forbruket bremses raskt da rentene gjennom 2007 steg til mer normale nivåer.

Husholdningenes gjeld er for det meste sikret med pant i boliger. Når boligen faller i verdi – og her er vi trolig ikke ved veis ende – får folk mindre handlefrihet. Flere vil ønske å redusere sin gjeld, og bankene vil gi mindre lån.

Figur 15 Gjeld som andel av inntekt.¹⁾ 1. kv. 1987 – 4. kv. 2008



¹⁾ Husholdningenes lånegjeld som andel av likvid disponibel inntekt korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Samlet må vi vente at husholdningene vil nedbelåne og være mer forsiktige i forbruk og investeringer i årene fremover.

Det er lett å grave seg ned når konjunktorene svikter.

Men hvem så i 1990 at vi sto ved starten til et gyllent tiår med sterk vekst i IT og kommunikasjon? Og hvem kunne ane i 2002 at det skulle komme en ny vekstbølge i norsk industri?

Heldigvis har vi også mange eksempler på nyskaping, særlig i dårlige tider. Nokia klarte omstillingen fra gummistøvler til ny teknologi da finsk økonomi lå brakk på begynnelsen av 1990-tallet. I Norge fikk Televerket fra samme tid friere tøyler, og Telenor utviklet seg til et stort internasjonalt selskap. Under nedgangen på slutten av 1980-tallet startet Tandberg utviklingen av systemer for videokonferanser.

På industristedene Mo i Rana, Raufoss og Kongsberg vokste det fram rike teknologiske miljøer etter statsbedrifters fall på 1980-tallet.

Handelsmennene bak matvarekjedene Rimi og Rema startet i det små i nedgangen på slutten av 1970-tallet. Midt i den økonomiske krisen på 1930-tallet startet møbelprodusenten Stokke – de med tripp-trapp-stolen – sin virksomhet på Sunnmøre.

Den økonomiske politikken

De tiltakene som nå settes i verk, skal bygge bro fram til markedsøkonomien gir ny vekst av egen kraft.

Myndighetene tester nå grensene for aktiv økonomisk politikk. Og noen har overskredet dem.

Flere land er ikke lenger kredittverdige og har tapt sin økonomiske handlefrihet. De må søke støtte hos naboland og Det internasjonale valutafondet. I euroområdet må flere stater med høy gjeld eller store underskudd betale dyrt for sin kreditt (figur 16).

I pengepolitikken brukes rentevåpenet for alt det er verdt. I USA, Japan og Sveits er renten nær null.

Men de virkemidlene som tjener økonomien nå, vil kunne svekke evnen til vekst noe lenger fram i tid.

Etter hvert må store underskudd i budsjettene bli redusert, og statsgjelden helst bli bygd ned.

Husholdninger kan begynne å spare mer for å være beredt på høyere skatter eller lavere ytelser fra staten i fremtiden. Det svekker virkningene, også i dag, av de tiltakene som nå blir brukt.

Stater som har skutt inn penger eller gitt lån til banker og bedrifter, avlaster eierne for risiko. Det kan skape en forestilling om at staten også vil plukke opp regningen i neste runde. Risiko kan da igjen bli priset for lavt og senere gi en ny runde med oppbygging av gjeld.

Norge er heldigere enn de fleste. Statsfinansene er gode, med stor nettoformue, og vi har overskudd i handelen med utlandet. Våre banker har ikke vokst som bankene i mange andre land (figur 17). Aktivitetsnivået i norsk økonomi var høyt uten at folk ventet stigende inflasjon da nedgangen traff oss. Prisstigningen var lav og stabil.

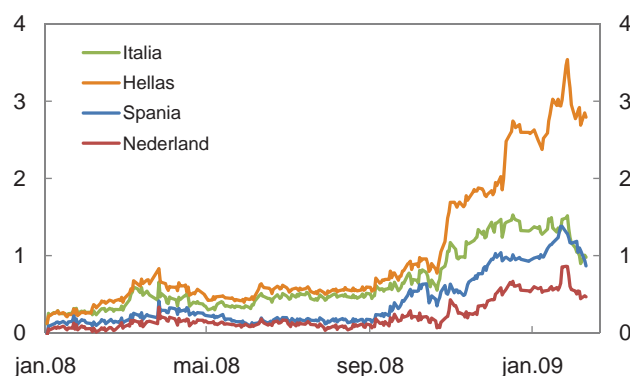
Vår økonomiske stilling viser at det finanspolitiske rammeverket er godt.

Fra 2008 til 2009 – i lavkonjunktoren – vil statsbudsjettet tilføre fastlandsøkonomien fem prosent av verdiskapingen, eller 90 milliarder kroner. Halvparten følger automatisk av at dagpenger holder oppe kjøpekraften til de som mister sitt arbeid, og at husholdninger og bedrifter betaler mindre i skatter og avgifter uten at staten reduserer sine utgifter. Resten er aktive tiltak og den gradvis økte bruken av oljepenger (figur 18).

Det gir en ekstra troverdighet at den samme linjen i finanspolitikken er fulgt over flere år, og at de automatiske stabilisatorene får virke også når skatteinntekten er god. Den norske staten kan derfor bruke penger i nedgangskonjunktoren uten at folk sparer mer for å dekke fremtidige skatteutgifter og uten at rentene på statspapirer stiger av den grunn. Staten har fortsatt handlefrihet.

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste ti årene har prisstigningen i gjennomsnitt vært 2 prosent, det vil si nær,

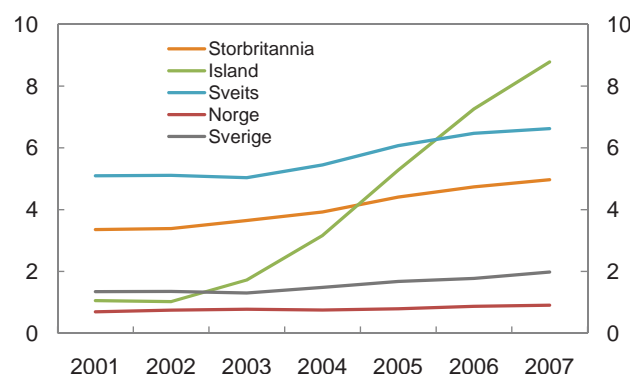
Figur 16 Rentepåslag på statsgjeld¹⁾. Forskjell til Tyskland. Prosentenheter. 1. jan. 2008 – 10. feb. 2008



¹⁾ 5-års statsobligasjoner

Kilde: Thomson Reuters

Figur 17 Banksektorens størrelse. Forvaltningskapital som andel av BNP. 2001 – 2007



Storbritannia: Alle britiske banker

Sveits: Alle banker unntatt utenlandskeide filialer

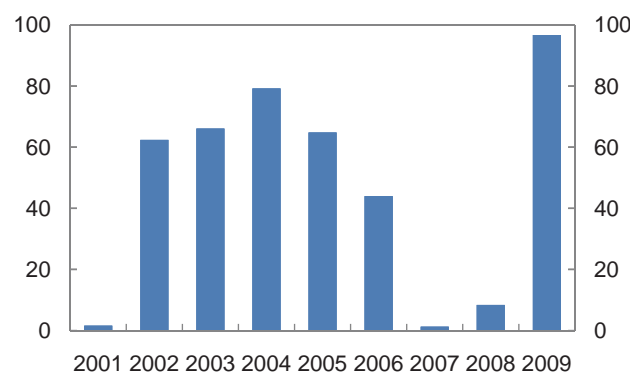
Sverige: Alle banker

Island: Kaupthing, Landsbanki og Glitnir og deres utenlandsbanker

Norge: Alle banker unntatt utenlandskeide filialer og datterbanker

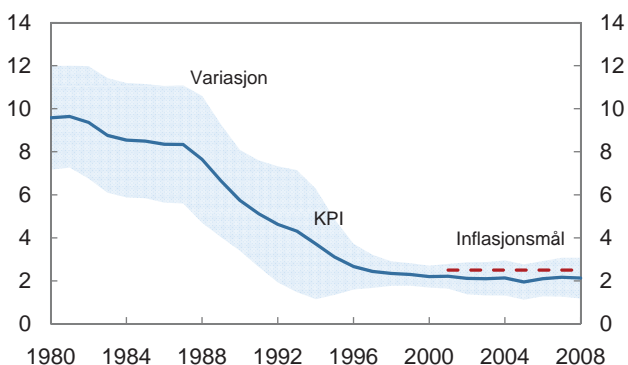
Kilder: Den sveitsiske sentralbanken, Bank of England, Sveriges Riksbank, IMF, Financial Supervisory Authorities Iceland og Norges Bank

Figur 18 Bruk av oljepenger over statsbudsjettet. Milliarder kroner. 2001 – 2009



Kilde: Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 19 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt¹⁾ og variasjon²⁾ i KPI³⁾. Prosent. 1980 – 2009



- 1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet sju år tilbake og to år fram
 - 2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik
 - 3) I beregningen er anslag for 2008 – 2010 fra PPR 3/08 lagt til grunn
- Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

men noe lavere enn målet, og den varierer mye mindre enn før (figur 19). I oppgangstidene vi nå har bak oss, nådde prisstigningen 3 prosent i fjor, men ble bremset uten at renten ble satt høyt.⁵

Vi ser nå klart fordelene av at aktørene i det økonomiske livet venter lav og stabil inflasjon. Folk kan være rimelig trygge på at inflasjonen over tid vil ligge nær 2,5 prosent. Det gjør rentesettingen mer effektiv. Når vi reduserer den nominelle renten, faller samtidig realrenten like mye, og det er den som påvirker valgene i foretak og husholdninger.

Også i rentesettingen har vi fortsatt rom for å stimulere.

Når inflasjonen er forankret, tror ikke aktørene at prisstigningen varig vil skyte fart i Norge selv om kronen er blitt svakere. Norges Bank kan da la kronen falle i verdi uten å måtte stramme til. Det demper nedgangen i vår eksportproduksjon. I dårlige tider kan vi til og med trenge et markert fall i kronen for å holde prisstigningen oppe og nær 2,5 prosent. I lavkonjunkturerne i 1990 og 1998 gjorde vi det motsatte: Vi måtte øke renten for å stabilisere kronen og for å holde inflasjonen i sjakk.

Selv om finanspolitikken og pengepolitikken har virket etter intensjonen, har vi svingninger i produksjon og sysselsetting. Vi har hatt en periode bak oss med sterk vekst i kreditt. I oppturen ble boligmarkedet mer og mer preget av en tro på at prisene bare kunne øke. Nå blir konjunkturen påvirket av at boligprisene faller og at husholdninger og bedrifter må nedbelåne.

Utviklingen her hjemme, og i enda større grad i andre land, viser at virkemidlene i den økonomiske politikken

ikke er fullgode. Det er særlig samspillet mellom kreditt og bolig- og eiendomspriser som skaper utfordringer.

Rentesettingen påvirker dette samspillet bare indirekte. Renten går opp i gode tider når vi venter at inflasjonen vil tilta og ned når vekst og inflasjon avtar. Renten er et grovt virkemiddel, som vi kan bruke til å holde inflasjonen i sjakk over tid og slik bidra noe til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting. Virkemiddelet må ikke bli lesset over med oppgaver.

Forsøk på en klart strammere linje i pengepolitikken i vekstperioden fra 2003 ville for eksempel gitt høyere kapitalinnngang, klart sterkere krone og mindre industri, enda lavere inflasjon, større vekst i reallønn og flere lån til husholdninger og bedrifter i utenlandsk valuta. Veksten i kreditt og boligpriser ville trolig blitt lite påvirket, og vi ville fått sterkere omslag nå i innenlandsk økonomi og enda større svingninger for vår skjøre krone.

Vi kan ikke drøfte samspillet mellom boligmarkedet og husholdningenes gjeld uten å trekke inn beskatningen av bolig. Folk har mye av sin formue i boligkapital. Beskatning av fordel av egen bolig, som uansett bygde på at verdien av bolig ble satt lavt, ble tatt bort i 2005. Samtidig ble fradraget i alminnelig inntekt for gjeldsrenter ført videre. Boligeiere får altså fradrag for utgifter til inntekts ervervelse, men skatter ikke av fordelene. Skattekilene fører til at det rentenivået som er riktig for husholdningene, blir for høyt for bedriftene. Den skjermer låntakere for økt rente i oppgangstider og fører til sterkere utslag i prisene på boliger.

Det vil ikke være riktig å skjerpe boligbeskatningen nå, men en reform vil være å anbefale når konjunkturen snur.

Aktørene i det økonomiske livet kan være myopiske. Det er kortsynt å ta utgangspunkt i dagens flytende renter når det blir vurdert hvor stor gjeld folk kan bære over tid. Langsiktige, faste renter gir her en vesentlig bedre veiledning. De som kjøper bolig, og bankene som yter lån, må ta høyde for at den flytende renten over tid i gjennomsnitt vil være i størrelse kanskje 6 prosent og tidvis høyere.

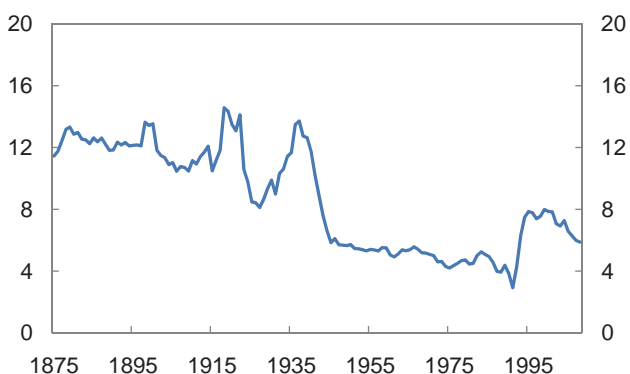
Det er også andre kilder til svingningene i kreditt og eiendomspriser.

Bankvirksomhet er medsykklisk. I oppgangstider er tapene på utlån lave. Det øker bankenes fortjeneste. Tilgangen på egenkapital er da god og gir grobunn for sterk vekst i utlån.

I nedgangstider øker tapene, og tilgangen på egenkapital kan svikte, slik at bankene må stramme inn på sine utlån. Utslagene blir sterkere fordi verdiene av bolig og eiendom, som brukes som pant, svinger med konjunkturerne. Samtidig kan motparter og ratingbyråer stille krav til økt soliditet. Når banker med store markedsandeler – nasjonalt eller regionalt – rasjonerer sin kreditt, blir også gode

⁵ Ulike indikatorer for underliggende inflasjon var nær 3 prosent i 2008, mens veksten i de samlede konsumprisene var 3,8 prosent.

Figur 20 Bankenes egenkapital.¹⁾ Prosent av forvaltningskapital. 1875 – 2008 (t.o.m. 3. kv.)

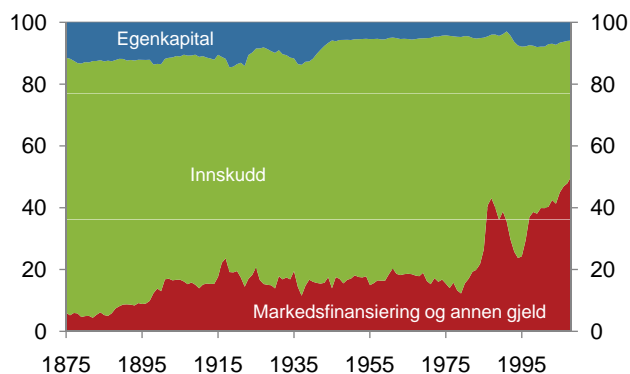


¹⁾ Inkluderer spare- og forretningsbanker

Kilder: Klovland (2007), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tallene for Bankenes egenkapital før 1918 er basert på: Jan Tore Klovland (2007): «A reconstruction of the balance sheets of savings banks in Norway 1822-1875» og «A reconstruction of the balance sheets of commercial banks in Norway 1848 – 1900» i Øyvind Eitrheim, Jan Tore Klovland og Jan F. Ovigstad (Red.) (2007): «Historical Monetary Statistics for Norway – Part II» Norges Banks skriftserie, No. 38, Oslo. Statistisk sentralbyrå er kilden for tallene fra 1919 til 1995. Norges Bank er kilden for tallene fra 1996.

Figur 21 Finansieringskilder til banker i Norge.¹⁾ Prosent av forvaltningskapital. 1875 – 2008 (t.o.m. 3. kv.)



¹⁾ Inkluderer spare- og forretningsbanker

Kilder: Klovland (2007), Matre (1992), Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tallene har samme kilder som «Bankenes egenkapital», og i tillegg Hege Imset Matre (1992): Norske forretningsbanker 1848 – 1990: En tilbakeføring av forretningsbankstatistikken. Rapport nr 41, Det nye pengesamfunnet.

investeringsprosjekter utsatt. Det rammer i neste runde bankene selv med høyere tap på utlån og svakere resultater – fordi aktiviteten i økonomien svikter.

Banker utøver sin virksomhet med svært lav egenkapital. En industribedrift eller bedrift i tjenesteytende sektor skal gjerne ha en egenkapitalandel mellom 30 og 70 prosent, avhengig av hvor risikoutsatt virksomheten er. Banker kan drive med langt lavere egenkapital fordi de skal spre risiko, de har gode styringssystemer og de skal være godt regulerte og under tilsyn.

I Norge utgjør bankenes egenkapital seks prosent av deres balanse. Før andre verdenskrig var andelen over 10 prosent. I etterkrigstida falt den ned mot fem prosent. Statlig tilførsel ga økt egenkapital på begynnelsen av 1990-tallet, men andelen har på ny falt de senere årene (figur 20).

Investeringsbankene i USA og Europa hadde svært lav egenkapital, helt nede i 2-3 prosent av forvaltningskapitalen. De ligger i dag med brukket rygg.

Myndighetene i mange land arbeider nå for at finansmarkedene skal bli mer robuste. For Norge er det ikke riktig å gå tilbake til reguleringene fra etterkrigstida. Renteregulering, kredittbudsjett, omfattende statsbanker, regulering av kapital over landegrensene og fast valutakurs er ikke svaret.

Det må i stedet stilles nye og større krav til egenkapitalen i bankene.

Banker beregner hvor mye kapital de trenger med egne risikomodeller. Modellene fanger opp hvilke tap og

gevinster utlån tidligere har gitt. Kravene til egenkapital følger av hvor risikoutsatte plasseringene er ut fra disse erfaringene. Det har vært en svakhet at modellene, og dermed risikovurderingene, bygger på for kort historie. Når tapene nå stiger, som følge av det brå og sterke omslaget, må bankene øke egenkapitalen. Slik forsterker reglene konjunkturen.

Tre endringer peker seg ut.

For det første: For en gitt risikovurdering må det bli stilt krav om høyere egenkapital.

For det andre: Bankene må ikke kunne redusere egenkapitalen under et minimumsnivå, selv om de yter lån som etter modellene tilsynelatende gir lav risiko.

For det tredje: Bankene må bygge opp gode støtdempere over minstekravet i normale tider. Da trenger ikke bankene å øke sin egenkapital når konjunkturene snur. De kan tvert imot tåle å ta tap. Det vil motvirke at bankene må rasjonere kreditt i dårlige tider.

Norske banker har ikke store nok støtdempere i dag verken for sitt eget, sine aksjonærers eller økonomiens beste. Derfor tilfører staten nå risikokapital. Det må ikke være tvil om at bankene har den kapitalen de trenger

I tillegg, bankenes måte å finansiere seg på gjør dem sårbare (figur 21). Tidligere skaffet de norske bankene seg midler i det vesentlige ved innskudd fra personer og bedrifter. De senere årene har bankene lånt mye i markedene ute og hjemme. Det har vist seg under krisen å gi bankene en stor likviditetsrisiko. De langsiktige lånemarkedene har nå tørket inn. Staten og Norges Bank har derfor trådt inn

som långivere. I fremtiden må regelverket og praksis igjen bygge på at innskudd blir den klart største kilden til finansiering av bankene. Obligasjonslån med sikkerhet i de tryggeste boliglånene vil trolig også bli viktig.

Større krav til egenkapital og nye vilkår for finansiering vil gi økte kostnader i bankene. Det må innskytere og låntakere betale for, og rentemarginene vil trolig bli større. Bankenes evne til å konkurrere med andre aktører vil samtidig bli dårligere. Obligasjonsmarkedet og andre markeder hvor det er direkte kontakt mellom låntaker og långiver vil få et konkurransefortrinn. Nye krav til bankene må bli fulgt opp med bedre regulering også her.

Gruppen av de 20 største økonomiene i verden⁸ drøfter nå hvordan de skal takle krisen og hindre nye. Det blir viktig å unngå proteksjonisme og handelskrig.

Ambisjonen er dessuten å etablere en ny og mer bærekraftig finansiell arkitektur.

Markedene er sammenvevde og bankene globale, mens de myndighetene som fører tilsyn er nasjonale, og regelverkene praktiseres ulikt. Tilsynsmyndighetene må bli sterkere – og kunne opptre samlet overfor bankene – og regelverket må bli bedre. Det har vært en tendens til at nasjonale tilsynsmyndigheter vegrer seg mot å stille strenge krav til sine banker i frykt for at deres evne til å konkurrere skal bli dårligere. Slik glidning i regelverket mot et – for lite – felles minstenivå er viktig å unngå. For Norge er det vesentlig at reglene blir praktisert både stramt og likt i de nordiske landene, siden banker med sete i Sverige og Danmark har store markedsandeler hos oss, og norske banker har ambisjoner i Skandinavia.

Det har vært lite samarbeid mellom land om makroøkonomisk politikk de senere årene. Synet har vært at det går godt dersom hvert enkelt land holder orden i eget hus. Det er et viktig startpunkt, men vi har vel nå lært på nytt at ubalanser og risiko oppstår når store land ikke tar nok hensyn til at egne valg også påvirker andres.

Det internasjonale valutafondet må få en viktigere rolle. Fondet må styrke sin overvåking og bli gitt større gjenomslagskraft for sine råd. Men det krever nok endringer i styringen av valutafondet. De landene som nå vokser seg økonomisk sterke, ber om større innflytelse. Fondet må også bedre sitt ry i disse landene.

Statens formue og sparing

Norge har hatt god nytte av de internasjonale kapitalmarkedene. Vi trakk på lånemulighetene ute da petroleumsindustrien ble bygd opp. Vi gjorde det samme for å utvide velferdsordningene og finansiere motkonjunkturpolitikk midt i 1970-årene og tidlig på 1990-tallet. Nå flytter vi

verdier i olje og gass til aksjer og obligasjoner ute.

Også andre mindre industriland bruker kapitalmarkedene aktivt. Vårt naboland Sverige har hatt store overskudd i utenriksøkonomien. Sveits sparer mye og har permanent overskudd. Australia derimot har kunnet føre et underskudd siden 1975.

Vi markerer Knut Hamsun sin diktning i år. I det lille samfunnet Polden, i August-trilogien, langt fra det store kapitalmarkedet, lever folk i små kår med litt fiske og jordbruk. Men samfunnet endrer seg da rikdommen kommer med gode sildesteng.

August sa: «...dokker skal ikke plante noget ætendes ved dørene dokkers. Det tar sig ikke ut. Jeg har det som bedre er å sætte ned der – træer, prydbusker.»⁹

Jordbruket blir lagt ned. Men, etter få år, forsvinner silden.

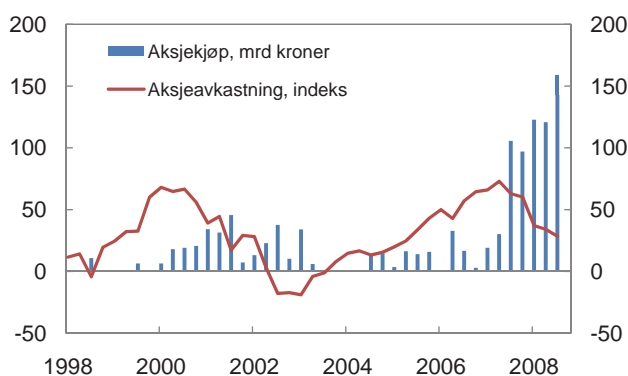
Den norske staten har ikke fulgt rådet til August, men har spredt sin formue. Den er dels plassert i eie i norske virksomheter, dels i infrastruktur, dels i olje- og gass og dels i aksjer og lån i utlandet. Når det som nå, er utsikter til markert svakere vekst, faller verdien av alle offentlige aktiva. Det gjelder også for bygg, veier, kraft og annen infrastruktur der staten ikke tar seg bryet med løpende verdsetting.

Investeringene ute i Statens pensjonsfond er i seg selv spredt på aksjer og obligasjoner fra hele verden. Aksjeandelen øker nå fra 40 til 60 prosent.

En langsiktig investor får ekstra betalt fordi verdien av aksjer svinger mye. Det er mange som taper på aksjer nå. Den erfaringen vil bidra til at det fremover blir stilt større krav til avkastning.

Strategien for fondet fører til at det blir kjøpt mer aksjer når aksjekursene faller, og mindre når de stiger (figur 22). Pensjonsfondet kjøpte derfor mye aksjer i årene fra

Figur 22 Kjøp av aksjer. Indeks, 4. kv.1997 = 0. Milliarder kroner. 1. kv. 1998 – 3. kv. 2008

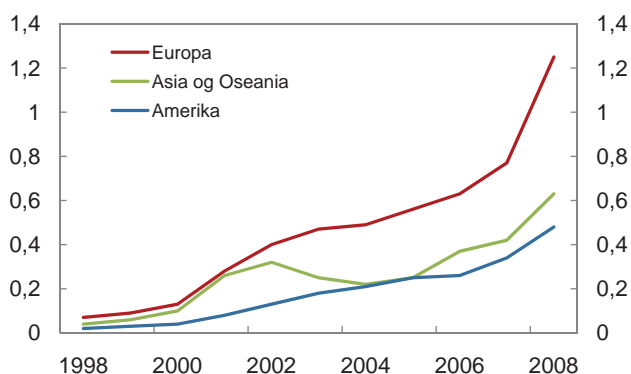


Kilde: Norges Bank

⁸ G20: Gruppe bestående av 19 land og EU. Medlemslandene tilhører verdens største økonomier og utgjør blant annet medlemmene i G7.

⁹ Kilde: Knut Hamsun (1976): «August». Fra samlede verker 11, Gyldendal Norsk Forlag, s. 120

Figur 23 Eierandel i aksjemarkedene. Prosent.
1998 – 2008 (t.o.m. 3. kv.)



Kilder: FTSE og Norges Bank

2001 til 2003, og fondet kjøper mye aksjer nå. Av de aksjene vi nå eier, er 40 prosent kjøpt i fjor, mens kursene var på vei ned.

Det gir en økning i eiet i næringslivet i Amerika, Europa og Asia (figur 23) – i virksomhetenes menneskelige kapital, i deres maskiner og utstyr, teknologi, merkevarer og organisasjon. I det lange løp, og selv om mange bedrifter nå må gi tapt, kan det kanskje være vel så trygt som å gi lån.

Avslutning

La meg avslutte.

Akkurat nå avtar aktiviteten også i norsk økonomi. Nedgangen har sitt opphav ute. Vi kan ikke skjerme oss, men vi rår selv over hvordan vi møter omslaget. Det globale finansielle veinettet blir nå rustet opp og overhald. Vi er avhengig av at trafikken igjen kan flyte godt.

Rimbereid spør:

“Til hvilket landskap vil et lønnsomt spor nå bli lagt?”¹⁰

Norge har en troverdig og robust økonomisk politikk og et næringsliv som er flinke til å omstille. Det er et godt utgangspunkt.

¹⁰ Kilde: Øyvind Rimbereid, 2008: ”Herbarium”, Gyldendal Norsk Forlag A/S, s.54