

Erfaringer fra finanskrisen

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem i regi av Centre for Monetary Economics (CME) ved Handelshøyskolen BI, onsdag 30. september 2009.

Med forbehold om endringer under fremføringen.

1. Innledning

Sist gang jeg snakket for denne forsamlingen var 12. september i fjor, bare noen få dager før den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs. Den norske konjunkturen var kommet inn i en ny fase. Lav inflasjon og høy vekst var sent i oppgangen blitt avløst av noe høyere inflasjon og avtakende vekst. Styringsrenten var på forsommeren kommet opp til 5,75 prosent – et ganske normalt nivå. Det så ut til at den høye kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi ville avta gradvis.

Utviklingen tok en annen retning. Lehman Brothers' konkurs den 15. september utløste en krise med svikt i tillit til banker, motparter og kontraktspartnere og svikt i tro på fremtiden. Verdensøkonomien gikk inn i en kraftig nedgangskonjunktur. Det ble etter hvert tydelig at avmattingen i norsk økonomi ville komme raskere og bli mer markert enn vi hadde sett for oss. I august i fjor fortalte industribedriftene i vårt regionale nettverk at veksten ville holde seg oppe. I november beskrev de omslaget som "et infarkt". Vi ble påvirket av utviklingen ute både ved sviktende tilgang på lån til bankene, svakere etterspørsel etter våre eksportvarer og stor usikkerhet om den økonomiske utviklingen. Myndighetene i Norge møtte svikten i aktiviteten med aktive tiltak, og styringsrenten ble trinnvis satt ned til 1,25 prosent for å dempe utslagene i økonomien.

Finans- og pengepolitikken har virket, og det er nå bedring i deler av økonomien. Finansnæringen har vært utsatt for en likviditetskrise, men vi har ikke fått en soliditetskrise i vårt banksystem eller en realøkonomisk krise i norsk økonomi. Boligpriser og aksjekurser stiger nå igjen, produksjonen gikk opp i andre kvartal, og arbeidsledigheten har vært markert lavere over sommeren enn vi hadde ventet.

Faren er likevel ikke over. Mange land sliter med stor og økende statsgjeld, og det er fortsatt underliggende ubalanser i verdenshandelen. Det kan gi nye forstyrrelser som også kan påvirke vår økonomi.

2. Håndteringen av krisen

Uroen i finansmarkedene startet i august 2007 etter at bankene begynte å tape på boliglån med dårlig sikkerhet i USA. Lehman Brothers-konkursen i september 2008 ble fulgt av svært høye risikopåslag i rentemarkedene, og børskursene falt kraftig - særlig for finansaksjer. I dag kan vi se at selve overraskelsen over hvor sammenvevet finansmarkedene var, forsterket krisen [\(1\)](#).

Sentralbankene verden over satte ned styringsrentene raskt og markert, i flere tilfeller til nivåer nær null. I vårt naboland har Riksbanken satt renten på bankenes innskudd i sentralbanken til minus 1/4 prosent. Det har ikke vært riktig med like kraftig virkemiddelbruk

hos oss. Men også Norges Bank reduserte styringsrenten mye og raskt og raskere enn utsiktene for inflasjon og vekst alene tilsa.

Sentralbanker har lang erfaringer med å møte finansielle kriser. Økonomen og journalisten Walter Bagehot formulerte så tidlig som i 1873 prinsipper for sentralbankenes rolle på dette området:

”To avert panic, central banks should lend early and freely (without limit), to solvent firms, against good collateral, and at “high rates” [\(2\)](#).

Bagehots prinsipper beskriver sentralbankenes likviditetstilførsel i den første fasen av finanskrisen – fra høsten 2007. Sentralbankene var raskt ute og tilførte ekstraordinært mye likviditet med sine tradisjonelle instrumenter - det vil si lån mot gode sikkerheter og til en pris nær styringsrenten. I de fleste landene har bankene dessuten adgang til likviditet gjennom automatiske trekkrettigheter så lenge de kan stille sikkerheter. Disse ordningene prises med et påslag på styringsrenten, i tråd med Bagehot’s råd [\(3\)](#). I tillegg ble det etablert avtaler mellom sentralbanker slik at likviditet i ulike valutaer kunne tilføres på tvers av landegrenser. Særlig var det mange banker som trengte finansiering i amerikanske dollar.

Etter konkursen i Lehman Brothers ble det finansielle systemet helt avhengig av finansiering fra sentralbankene. Situasjonen krevde nye virkemidler.

Sentralbankene tilførte likviditet med lengre løpetider enn normalt, og det ble lempet på kravene til sikkerheter som godtas for å få lån.

Mange land innførte ordninger med statsgarantier for låneopptak samt ordninger med utlån av likvide verdipapirer – som oftest statspapirer – mot mindre likvide verdipapirer. I flere land har sentralbankene kjøpt både statlige og private verdipapirer med lengre løpetid direkte i markedet.

Kjøpene av private obligasjoner har vært rettet mot å bedre likviditeten og redusere påslagene i obligasjonsmarkedene. Også Statens obligasjonsfond i Norge har en slik begrunnelse.

Kjøpene av statsobligasjoner kan påvirke langsiktige statsrenter og indirekte renten på bolig- og selskapsobligasjoner samt formuespriser. Bank of England peker i tillegg på at kjøpene øker pengemengden. Det kan bidra til å holde inflasjonsforventningene oppe.

Det har ikke vært aktuelt for Norges Bank å kjøpe statsobligasjoner i markedet.

Men også vi har vært svært aktive. Fra 15. september i fjor reduserte vi som nevnt renten. Vi tilførte svært mye likviditet til bankene, og vi lempet på kravene om sikkerhetsstillelse for lån. Vi inngikk kredittavtale med den amerikanske sentralbanken og tilførte dollarlikviditet til norske banker. Kronelikviditet ble tilført gjennom valutabytteavtaler både i euro og dollar. Vi foreslo også bytteordningen og statlig tilførsel av kjernekapital til bankene.

De norske pengepolitiske tiltakene har virket godt

Før krisen var daglig overskuddslikviditet i det norske markedet på om lag 20 milliarder kroner tilstrekkelig for å holde kortsiktige pengemarkedsrenter nær styringsrenten. Fra høsten 2008 har det blitt tilført likviditet slik at bankenes innskudd i Norges Bank tidvis har vært godt over 100 milliarder kroner. Den store tilførselen var nødvendig for å hindre at kortsiktige pengemarkedsrenter steg mye over styringsrenten eller svingte mye. Risikopåslaget på de helt kortsiktige markedsrentene falt.

Ved hjelp av valutabytteavtalene der norske kroner ble tilbudt i bytte med amerikanske dollar eller euro, nådde vi ut til aktører som er aktive i norske kroner, men som ikke har låneadgang i Norges Bank. Valutabytteavtalene bidro til å begrense risikopåslagene i norske renter.

Norske banker er avhengige av dollarlikviditet som det i perioder har vært vanskelig å skaffe. Norges Bank har i likhet med flere andre europeiske sentralbanker tidvis tilbudt bankene slik likviditet.

Bankenes muligheter for finansiering utover helt kortsiktige løpetider har vært svært begrenset under krisen. Et hovedproblem var at bankene i stor grad var finansiert ved lån i det internasjonale markedet. Når denne finansieringen falt bort, måtte norske myndigheter tre inn.

Vi har tatt i bruk flere virkemidler. Vi har tilbudt lån med lengre løpetid enn tidligere, i enkelte tilfeller opp til 2 og 3 år. Ordningen der banker og bankeide kredittforetak kan bytte obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) mot statspapirer - bytteordningen - ble iverksatt for å avhjelpe bankenes behov for mellomlang og langsiktig finansiering. Hensikten var også å avlaste pengemarkedet slik at risikopåslagene der kunne reduseres.

Også midt på 1980-tallet lånte norske banker mye ute. Våren 1986 – etter et kraftig fall i oljeprisen – sviktet tilliten til norsk økonomi, og likviditeten ble – som i fjor høst - trukket ut av landet. Norges Bank måtte kjøpe opp kroner og selge valuta for å holde kronen fast. Den kronelikviditeten som ble trukket inn i valutamarkedet, tilbakeførte Norges Bank som lån til bankene for å unngå likviditetskrise og skarp stigning i pengemarkedsrentene. Veksten i utlån fra bankene fortsatte i 1986 og 1987, og i ettertid kunne det nesten se ut som om sentralbanken gjennom sine utlån hadde tatt aktivt del i å finansiere kredittboomen. Det var ikke tid eller grunnlag for bankene å få stilt sikkerhet for lånene de tok opp i Norges Bank, og da bankkrisen begynte for alvor et par-tre år senere, satt sentralbanken utsatt til. Det ga bankene en sterk forhandlingsposisjon i de første kriseløsningene.

Denne gangen har finansieringshjelpen til bankene skjedd over statens balanse, ikke som utlån fra sentralbanken. Det ga transparens. Norges Bank kunne i stor grad konsentrere seg om å få pengemarkedet til å fungere. Dessuten fikk staten god sikkerhet, mens bankene ble tilført statspapirer som de bruker som sikkerhet for sine innlån eller omsetter videre.

Organiseringen av de norske tiltakene betyr at Norges Banks balanse ikke har økt like mye som balansen hos en del andre sentralbanker.

Tiltakene bidro til at norske bankers finansiering etter hvert bedret seg. Det er inngått bytteavtaler for 225 milliarder kroner til nå. Bytteordningen førte til at panikken i bankene la seg og til at de etter hvert ble mindre restriktive med å yte nye lån.

Siden i vår har risikopåslagene i rentemarkedene falt, og aktiviteten i pengemarkedene og obligasjonsmarkedene har tatt seg opp.

Mange finansinstitusjoner har de senere månedene igjen skaffet seg finansiering gjennom de tradisjonelle sertifikat- og obligasjonsmarkedene.

Avviklingen av de ekstraordinære tiltakene har startet

I Norge har det vært riktig å starte tidligere å avvikle de uvanlige tiltakene enn i andre land. De siste månedene har vi ikke tilført likviditet gjennom valutabytteavtaler eller likviditet i utenlandsk valuta. Vi har ikke tilbudt lån med lang løpetid siden februar – flere av lånene har nå forfalt.

Når markedene nå normaliseres, blir tilførsel av likviditet slik at pengemarkedsrenten gjenspeiler styringsrenten. Vi ønsker at bankene skal omfordele likviditet seg imellom.

Den underliggende strukturelle likviditeten i banksystemet, det vil si hva likviditeten ville ha vært uten Norges Banks tilførsel, har vært negativ de siste årene.

Den strukturelle likviditeten påvirkes av inn- og utbetalinger på statens konto i Norges Bank og er anslått å øke framover. Det skyldes først og fremst at staten delvis kan finansiere økte utlån til statsbankene, utbetalingene til Statens obligasjonsfond og Statens finansfond samt aksjetegning ved å trekke på sine store innskudd i Norges Bank. Da vil banksystemets etterspørsel etter lån fra sentralbanken kunne gå vesentlig ned.

Ordningen med bytte av obligasjoner med fortrinnsrett mot statspapirer har i vesentlig grad bidratt til å sikre bankene langsiktig finansiering. I vår så vi at markedet for obligasjoner med fortrinnsrett begynte å åpne seg. Minsteprisen i bytteordningen tilpasses derfor nå den renten som danner seg i markedet. Bruken av ordningen fases ut i løpet av høsten.

For å legge til rette for at bankene kunne låne mer i Norges Bank lempet vi på kravene til sikkerhet. Det vil bli reversert. Vi har dessuten tidligere varslet at vi vil redusere andelen av bankenes låneadgang i Norges Bank som kan sikres med bankobligasjoner.

Renten er nå uvanlig lav. Hovedstyret vurderte på rentemøtet den 23. september å øke renten, men besluttet å holde den uendret. Norges Bank har tidligere sagt at hvis utviklingen fortsetter som ventet kan det bli aktuelt å øke renten tidligere enn anslått i siste pengepolitiske rapport.

3. Finanskrisen og den økonomiske politikken - lærdommer

Vi har en arbeidsdeling i den økonomiske politikken. Lønnsdannelsen, skattesystemet og reguleringer av økonomien legger grunnlaget for hvor godt og effektivt vi utnytter arbeidskraften og andre realressurser.

Statsbudsjettet – veksten i offentlige utgifter – påvirker den reelle kursen på kronen og størrelsen på det konkurranseutsatte næringslivet på lang sikt. Handlingsregelen – retningslinjen for finanspolitikken – bidrar til forutsigbarhet om bruken av oljeinntekter i norsk økonomi, selv når budsjettet fra år til år aktivt brukes til å stabilisere den økonomiske utviklingen og selv når de automatiske stabilisatorene får virke. En jevn innfasing av statens oljeinntekter demper utslagene i kronen og reduserer risikoen for brå og store omstillinger mellom konkurranseutsatte og skjermede næringer.

Pengepolitikken styrer inflasjonen på mellomlang og lang sikt og kan i tillegg bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.

Inflasjonsstyringen har tjent oss usedvanlig vel i opptakten til krisen, under krisen og etter krisen. Etter noen år med svært lav inflasjon tidligere i dette tiåret var renten satt lavt med sikte på å holde inflasjonsforventningene oppe. Det var viktig. Før krisen, da det var riktig å stramme til igjen, virket renteøkningene godt. Inflasjonsmålet gjorde det mulig for oss å senke rentene markert i fjor høst. Godt forankrede inflasjonsforventninger førte til at realrenten på kort tid ble svært lav. I vårt tidligere fastkurssystem ville styringsrenten ha vært høyest når usikkerheten var størst og etterspørselen etter små valutaer som norske kroner var svakest. Inflasjonsmålet har derimot ført til at pengepolitikken kunne dempe nedgangen i økonomien vesentlig.

En erfaring fra krisen kan se ut til å bli at i land med solide statsfinanser, som Norge, blir realøkonomien mindre rammet. OECD viser til at i land med høy offentlig gjeld kan finansmarkedene reagere kraftig, slik at markedsrentene øker, når finanspolitikken brukes for å stimulere økonomien i en krise [\(4\)](#). Det kan dempe virkningen av en ekspansiv finans- og pengepolitikk. Dersom økte offentlige utgifter forventes å vare ved, vil fremoverskuende husholdninger og bedrifter spare mer slik at de kan betale økte skatter når de etter hvert kommer. Da kan virkningene av økte offentlige utgifter på etterspørselen etter varer og tjenester bli liten. Dersom husholdningene vet at økningen i offentlige utgifter er midlertidig, og motsvares av desto lavere utgifter siden, vil ikke husholdningene og bedriftene bekymre seg for statsfinansene lenger ut i tid. Da trenger de ikke å øke sin sparing, og økte offentlige utgifter i dag vil ha sterkere effekt på samlet etterspørsel. Det er derfor viktig å stramme til i finanspolitikken i gode tider for å sikre god effekt av den økonomiske politikken i vanskelige tider. I Norge er vi heldig stilt på dette punktet. Handlingsregelen gir et godt rammeverk for å stramme til når konjunktorene snur.

Finanspolitikken i Norge fastlegges med kjennskap til hvordan pengepolitikken vil reagere. Dagens fleksible inflasjonsstyring legger en ramme for pengepolitikken og gir føringer på hvordan pengepolitikken skal gjennomføres i ulike situasjoner. De finanspolitiske myndighetene kan internalisere det pengepolitiske reaksjonsmønsteret. Dette er det også naturlig at de gjør, når regjering og Storting har fastsatt mandatet for pengepolitikken.

Når reaksjonsmønsteret i pengepolitikken er kjent og ligger fast over tid, kan partene i arbeidslivet tilsvarende ta hensyn til en eventuell pengepolitisk reaksjon når lønningene fastsettes. Dette synspunktet er mest relevant når lønnsdannelsen er sentralisert. Med en desentralisert lønnsdannelse vil pengepolitikken i stedet påvirke lønnsveksten via markedsmekanismene, gjennom å stabilisere samlet etterspørsel. De nåværende

pengepolitiske retningslinjene vil fungere godt enten lønningene avtales sentralt, lokalt eller individuelt.

Det er en fin balanse i arbeidsdelingen mellom finanspolitikken, lønnsdannelsen og pengepolitikken. Denne vil forstyrres dersom målet for pengepolitikken endres eller utvides.

Bør det tas særskilt hensyn til formuesprisene i pengepolitikken?

Boligprisene i Norge har steget mye og trolig for mye.

Nivået på boligprisene i Trondheim var en øyeåpner for den amerikanske Nobelprisvinneren George Akerlof, som for øvrig har svenske aner. På et familietreff fikk han høre at en fjern slektning av ham hadde kjøpt hus i Trondheim til en pris tilsvarende mer enn en million dollar. Det ga en inspirasjon til hans og Robert Shillers bok "Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism" [\(5\)](#).

Selvforsterkende mekanismer i finansmarkedene som bremser kredittformidlingen og gjør at formuespriser faller i nedgangstider og øker i oppgangstider, er en utfordring for pengepolitikken [\(6\)](#).

Vi må ta hensyn til utviklingen i aksjekurser, bolig- og eiendomspriser når vi lager anslag for inflasjonen og produksjonen. I Norges Bank holder vi oss ikke bare til en enkel regel når vi setter renten, som for eksempel en "Taylor"-regel. [\(7\)](#) I stedet søker vi å ta hensyn til alle faktorer som påvirker inflasjonen og produksjonen på mellomlang sikt, og vi gjør en avveining når vi fastsetter styringsrenten. Formuespriser som boligprisene og valutakursen, og kredittveksten, påvirker derfor rentesettingen vår. Skulle vi forsøke å skrive ned vår reaksjonsfunksjon, ville den bli nokså omfattende og inkludere alle de størrelsene vi ser på [\(8\)](#).

Men en reaksjonsfunksjon må ikke forveksles med målet for pengepolitikken – vår målfunksjon eller tapsfunksjon. At vi ser på størrelser som valutakurs, boligpriser og kredittvekst når vi setter renten, innebærer ikke at vi har egne mål for disse størrelsene. Det operative målet for pengepolitikken er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

Rentesettingen i en liten åpen økonomi kan være særlig krevende i perioder med sterk kredittvekst og stor rentedifferanse mot utlandet. En særlig stram pengepolitikk i Norge for å dempe eiendomspriser og kreditt kan føre til stigende kronekurs, svakere arbeidsmarked og for lav inflasjon.

En høyere rente av hensyn til boligmarkedet ville dessuten ikke bidra til å fjerne kilden til gjentatte kredittsykler. Vi kan risikere å få en boble i både bolig- og valutamarkedet når kredittveksten er sterk. Vi så det blant annet på Island og i Ungarn og kanskje også på New Zealand i årene før finanskrisen. Rentene var høye i egen valuta, men husholdninger og virksomheter valgte å låne i lavrente-valutaer. [\(9\)](#)

Det var nok eufori i det norske boligmarkedet i 2006 og 2007, men boomen var finansiert med lån i norske kroner og ikke utenlandsk valuta.

Bør vi skjele mot å unngå bobler i boligmarkedet, selv når inflasjonsutsiktene på mellomlang sikt er moderate? Her må det etter vårt skjønn gjøres et skille mellom om kredittvekst og boligpriser bør veie tyngre i reaksjonsfunksjonen, og om boligprisene skal være et selvstendig mål for pengepolitikken. Såkalt "lene seg mot vinden" ville ikke kreve justeringer for Norges Bank sin del hvis vi tenker på vår reaksjonsfunksjon.[\(10\)](#) Her tar vi allerede hensyn til formuespriser og kredittvekst .

Burde sentralbankene i tillegg sette seg eksplisitte mål for formuesprisene? Svaret er etter vårt skjønn et nei, men vi bør nok ha et nokså langt tidsperspektiv for når inflasjonsmålet skal nås, slik at eventuelle ubalanser som kan forstyrre aktiviteten og inflasjonen et stykke fram i tid, blir søkt tatt hensyn til. Renten bør settes slik at utviklingen i inflasjonen og produksjonen blir akseptabel også med alternative, men ikke urealistiske forutsetninger om den økonomiske utviklingen og økonomiens virkemåte.

I mandatet vårt heter det at pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi. Den nasjonale verdien av kronen er bestemt av inflasjonen.

Vår tolkning av forskriften er at den internasjonale verdien til kronen – valutakursen – ikke kan finstyres. Men lav inflasjon gir også et bidrag til stabilitet i valutakursen.

Statsmyndighetene har ikke nevnt, og Norges Bank har ikke bedt om, at det skal tas spesielt hensyn til boligprisene.

Makrotilsyn og systemrisiko

Selv om inflasjonsstyringen har tjent oss vel, kunne vi ikke i en liten åpen økonomi med frie kapitalmarkeder skjerme oss mot likviditetskrisen i verdens finansmarkeder i fjor høst.

Ute har vi sett at når mange banker får likviditetsproblemer på en gang, utløst av at enkeltbankers soliditet svekkes, kan soliditetsproblemene lett spre seg til andre banker og til andre land. [\(11\)](#) Det kan skje ved at banker med likviditetsproblemer blir tvunget til å realisere aktiva til lave priser. Markedsverdien av andre bankers aktiva vil da også bli redusert. Også egenkapitalen til i utgangspunktet solide banker kan forsvinne.

Bankene i Norge ble rammet av mistillit selv med vår generøse innskuddsgarantiordning. Innskuddene forsvant ikke, men finansieringen i obligasjons- og pengemarkedet ute tørket inn. De utenlandske investorene kunne ikke enkelt vurdere verdien av bankenes eiendeler. Dessuten ønsket de å holde likviditeten for seg selv.

På samme måten som en sikringsordning for bankinnskudd motvirker at husholdninger og bedrifter tar ut innskudd når usikkerheten øker, kan nye og bedre reguleringer for bankene bidra til at finansinstitusjonene har bedre tillit til hverandre.[\(12\)](#) Det er viktig at bankenes balanser er lette å forstå. Det er også viktig at bankene får bedre innskuddsdekning og mer langsiktig finansiering i markedet slik at de blir mindre sårbare for stemningsskift i pengemarkedet. Vi kan ikke ha det slik i fremtiden at våre banker får panikk når de internasjonale finansmarkedene har vært i ulage i noen ganske få uker. Kravene til bankenes likviditet må skjerpes.

Reguleringene av bankene bør justeres også for å dempe kredittsyklene i økonomien. I oppgangstider er bankenes tap på utlån lave, og fortjenesten øker. Tilgangen på kapital er da god og gir grunnlag for sterk utlånsvekst. I nedgangstider reduseres inntjeningen, tapene øker og bankene strammer inn på utlån. Slik bidrar bankene til å forsterke konjunktorene i økonomien.

Dette tilsier for det første at det for en gitt risikovurdering blir stilt krav om høyere egenkapital. For det andre må det etableres kapitalkrav som gjenspeiler risikoen over hele konjunktursyklusen. For det tredje må bankene bygge opp gode støtdempere over minstekravet i normale tider.

I dag er særlig kapitalkravene til boliglån svært lave. En krone i egenkapital kan faktisk stå bak så mye som 250 kroner i boliglån. Det forsterker svingningene i boligprisene fordi det blir nær ubegrenset tilgang på boliglån i gode tider. Krav til hvor høyt bankene maksimalt kan belåne egenkapitalen kan bøte noe på dette.

Skatteregler

Også bedre skatteregler kan bidra til å motvirke kredittsykler og gi et mer stabilt boligmarked.

Husholdningenes gjeldsgrad og boligprisene påvirkes av skattesystemet. Et godt prinsipp er at netto kapitalavkastning, etter fradrag av kapitalkostnader, beskattes. Det er nettoavkastningen som sier noe om skatteevnen. Men husholdningene skatter ikke av nettoavkastningen på sin kapital i bolig. De får fradrag for kapitalkostnaden uten en tilsvarende skatt på verdistigningen og verdien av å bo der.

Gjennom årene er beskatningen av verdien av å eie bolig i Norge gradvis blitt redusert. I 2005 ble skatten på fordel av egen bolig, som ble innført i 1882, avskaffet. Samtidig ble inntektsfradraget for gjeldsrenter opprettholdt. Dette subsidierer husholdningenes gjeldsopptak, det subsidierer eie av egen bolig fremfor leie, det fører til høyere boligpriser enn ellers, og det gir overinvestering i boligkapital. Husholdningene blåser opp sine balanser og boligkapital for å kunne dra nytte av skattefordelen.

Beskatning av bolig på linje med annen kapital ville innebære at verdien av å eie boligen, den sparte husleien, og verdistigningen på boligen ble beskattet.

En reform av boligbeskatningen kan bidra til å dempe bølgene som hver generasjon ser ut til å måtte oppleve i boligmarkedet.

4. Avslutning

Utviklingen de siste månedene tyder på at finanskrisen i Norge ikke kommer til å utvikle seg til en realøkonomisk krise. Vi har ikke hatt soliditetskrise i bankene som for tjue år siden.

Norsk økonomi har likevel vært utsatt for kraftige forstyrrelser. Gjennom oppgangskonjunktoren opplevde vi sterk stigning i oljeprisen og i prisene på andre viktige eksportvarer. Da veksten i produksjonen var i ferd med å bli dempet, rammet likviditetskrisen bankene. Utslagene i arbeidsledigheten har ikke blitt store, og inflasjonen

har holdt seg lav og nokså stabil. Det er vanskelig å si noe annet enn at finans- og pengepolitikken så langt har virket ganske godt. Men samtidig skal vi selvsagt ikke lukke øynene for at det kan komme nye forstyrrelser som avdekker svakheter.

Husholdningenes tilpasning i boligmarkedet er en stor utfordring for den økonomiske politikken. Det skyldes særlig at etterspørselen etter boliger og boliglån subsidieres kraftig over skattesystemet og at tilbudet av lån er preget av at det nesten ikke kreves egenkapital for å yte boliglån. Utfordringene her må møtes ved kildene.

Takk for at dere ville høre på!

Fotnoter

1) Se for eksempel Caballero (2009): "The "Surprising" Origin and Nature of Financial Crises: A macroeconomic policy proposal". Papir presentert på Federal Reserve Bank of Kansas' Jackson Hole Symposium.

2) Walter Bagehot (1873): "*Lombard Street: A description of the Money Market*".

3) Norges Banks automatiske låneadgang for bankene kalles D-lån. Renten på D-lån over natten er et prosentpoeng høyere enn styringsrenten, og representerer et tak for kortsiktige pengemarkedsrenter.

4) OECD Interim Economic Outlook (March) 2009.

5) George Akerlof og Robert Shiller (2009): "*Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*", Princeton University Press.

6) Se for eksempel Bernanke, Gertler og Gilchrist (1996): "The Financial Accelerator and the Flight to Quality", *The Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1996, s. 1-15. Se også Nina Langbraaten (2001): "Formuespriser – konsekvenser for pengepolitikken?", Penger og Kreditt nr. 4.

7) Se for eksempel IMF (2009), *World Economic Outlook (October): Sustaining the Recovery*, Kap 3: "Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations" og Lars Svensson (2009): "Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis", Tale på konferanse arrangert av den nederlandske sentralbanken i Amsterdam, 21. september 2009.

8) Vi benytter i tillegg kryssjekker mot enkle renteregler, jf. våre pengepolitiske rapporter.

9) Olivier Blanchard, sjeføkonomen i IMF, viser til dette fenomenet når han sier at bedre reguleringer vil være det mest treffsikre virkemidlet i forhold til kredittvekst som forsterker svingningene i økonomien. Se IMF (2009): "Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy".

10) Se for eksempel White (2009): "Should Monetary Policy "Lean or Clean ?", Working paper nr. 34, Federal Reserve Bank of Dallas.

11) Charles Bean (2009) refererer til spredningen av likviditetsproblemer som følge av enkeltbankers soliditetsproblemer som et "lemons" problem i pengemarkedet. Uttrykket skriver seg fra en artikkel av George Akerlof (1970): "The market for" lemons": Quality uncertainty and the market mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84: 488-500. I artikkelen blir det vist at et marked kan bryte sammen når kjøperen av en vare (en bruktbil, som kan vise seg å være en dårlig bil, eller "lemon") ikke kan kontrollere kvaliteten til varen før kjøpet. Analogien til pengemarkedet er at långiver i pengemarkedet ikke alltid kjenner soliditeten til banken hun skal låne ut til. Da kan pengemarkedet fungere dårlig. Se Charles Bean (2009): "The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction", Schumpeter Lecture, Annual Congress of the European Economic Association.

12) Se Jean Tirole (2009): "Illiquidity and All It's Friends". Papir presentert BIS' konferanse "Financial Systems and Macroeconomic Resilience: Revisited".