



Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem
på Norges Banks representantskapsmøte
torsdag 11. februar 2010

Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte
torsdag 11. februar 2010

Krisen verdensøkonomien nå er i, sprang ut av rik tilgang på kreditt, aktører som tok stadig større risiko og sviktende oversikt hos banker, bedrifter og myndigheter.

Vi kan kjenne oss igjen i Bjørnstjerne Bjørnsons *”En fallit”*. Her sier datteren Valborg til sin far, grosserer Tjælde, at ingen ærlig mann holder sin familie eller sine kreditorer uvitende om de overganger som nærmer seg en krise. Faren tar henne i rette:¹

”Du misforstår hvorledes en kjøbmann kan ha håb fra den ene dag til den andre, bestandig nyt håb. Han er derfor ingen bedrager. Han er en sangviniker, en digter, om du vil, som lever i en tænkt verden – eller han er et virkeligt geni, som ser land hvor ingen annen øjner.”

Samtalen likner på dagens diskusjoner om prinsipper for bokføring. Også den gang ble eiendelenes ”virkelige verdi” drøftet.

Grosserereren sier: *”[...] værdierne er fluktuerende, og altid er en spekulation i gang som ikke er til at opføre – men som kan ændre hele stillingen”*.

Datteren Valborg har liten aktelse for spekulasjoner på kreditors regning. Hun vil at bøkene skal være transparente. En kjøbmann som skylder mer enn han eier, bør være åpen om det, sier hun.

”Men hvad skal [kjøpmannen] da gjøre?” spør faren. ”Spille med alle kort på bordet og således både ruinere sig og de andre? [...] I så fall fik vi tusen fallitter flere om året – og formuetapene blev grænseløse. Nej, du er et stærkt hode, Valborg, men et inskrænket.”

Dette skrev altså Bjørnson i 1875.

¹ Kilde: *”Bjørnstjerne Bjørnson Samlede Værker. Hundreårsutgave.”* V Bind. Gyldendal Norsk Forlag, Oslo MCMXXXII

Tre ubalanser i verdensøkonomien

Finanskrisen utløste det største produksjonsfallet i industrilandene siden andre verdenskrig.

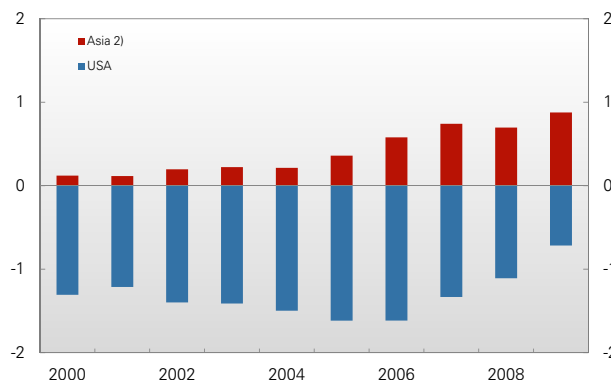
Finansmarkedene kom i krise etter en tid med kraftig oppbygging av gjeld i husholdninger og banker, og med boligpriser som bare steg og steg i USA og i enkelte europeiske land. Det var mange eksempler på slik kreativ bokføring som grosserer Tjælde praktiserte.

Boblen sprakk, men omfattende statlige tiltak har fått banksystemene noenlunde på beina igjen. I industrilandene er rentene nær null, og statene har økt sine kjøp av varer og tjenester og satt skattene ned. Mange framvoksende økonomier har god vekst.

Men ubalanser bygger seg opp og gjør oppgangen skjør.

For det første: Etter krise og kapitalflukt i Asia på 1990-tallet ønsket flere framvoksende økonomier å bygge opp større valutareserver. Etter mønster fra Japan og Sør-Korea i tidligere tider la de opp til eksportledet vekst bygd på lavt kostnadsnivå og stabil valutakurs. Sammen med amerikanernes vilje og evne til å importere og forbruke skapte det store skjevheter i betalingsbalansene, se figur 1. Og verdens kapitalmarkeder sviktet da spareoverskuddet i de framvoksende økonomiene skulle fordeles til investeringer i de rikere landene.

Figur 1 Driftsbalanse overfor utlandet. I prosent av verdens BNP 2000 - 2009¹⁾



¹⁾ IMF's anslag for 2009

²⁾ Bangladesh, Bhutan, Kambodsja, Kina, Fiji, India, Indonesia, Kiribati, Laos, Malaysia, Maldivene, Myanmar, Nepal, Pakistan, Papua Ny-Guinea, Filippinene, Samoa, Salomonøyene, Sri Lanka, Thailand, Tonga, Vanuatu og Vietnam

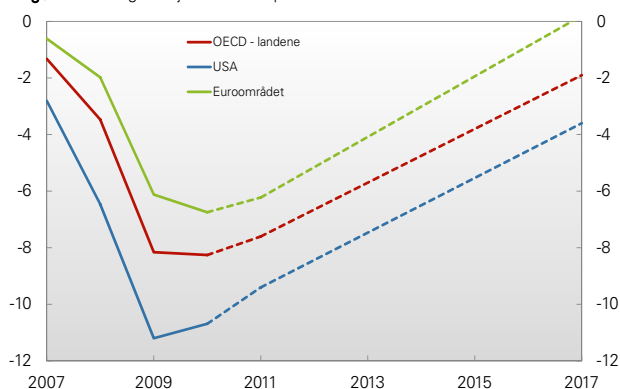
Kilder: IMF World Economic Outlook Database April 2009 og Norges Bank

Det siste året har fallet i etterspørselen etter varer og tjenester i den vestlige verden redusert amerikanernes import og asiatenes eksport. Men legger ikke de asiatiske landene om, kan ubalansene lett vende tilbake etter hvert som USA lykkes med å få opp veksten i sin økonomi.

For det andre: Flere land nærmer seg eller er i en statsfinansiell krise. I tillegg til kostnadene ved å redde bank-systemene har skatteinntektene sviktet og utgifter til trygd og tiltak økt. Store underskudd gir økt statlig gjeld og stigende rentebetalinger som igjen gir høyere underskudd, se figur 2. Stater blir mindre kredittverdige, og økte risikopremier på lån gjør vondt verre.

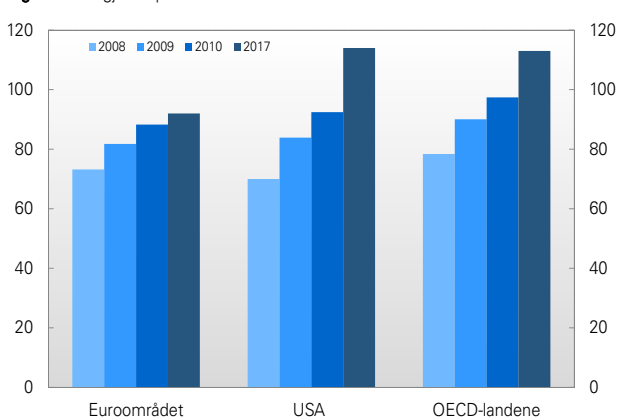
Statsgjelden i OECD-landene vil øke i flere år framover. Den kan gå fra 80 prosent av bruttonasjonalproduktet i 2008 til nær 120 prosent senere i tiåret, se figur 3. Det vil kreve mange år med kutt i velferdsordninger og i offentlig tjenesteproduksjon samt økte skatter å få gjelden ned på et nivå som igjen gir statene finansiell handlefrihet. Og skulle behovet oppstå, vil nok i mellomtiden både evnen og appetitten til å delta med nye tiltak og redningsaksjoner være svekket.

Figur 2 Offentlig budsjettbalanse. I prosent av BNP. 2007 – 2017¹⁾



1) Anslag for 2009 - 2011 og 2017
Kilde: OECD Economic Outlook 86

Figur 3 Statsgjeld. I prosent av BNP. 2008 – 2017¹⁾



1) Anslag for 2009, 2010 og 2017
Kilde: OECD Economic Outlook 86

Det er i markedene akkurat nå særlig søkelys på de fire eurolandene Portugal, Irland, Hellas og Spania. Irland kan ha brutt sirkelen – de har redusert nominelle lønninger og vist evne til å stramme kraftig inn på den statlige pengebruken. De andre landene har ennå ikke gjenskappt tillit i lånemarkedene. Utfordringen for dem er ikke bare høye underskudd og stor gjeld i dag, men at de har liten evne til å vokse seg ut av gjeldsproblemene. Det er da bare harde kutt som hjelper.

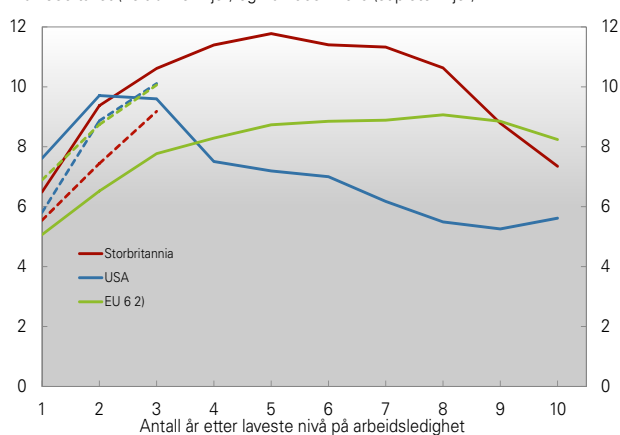
Islands banker var særlig utsatte, og deres fall rammet landets økonomi. Island, som nå er kommet ned på britisk og svensk inntektsnivå, har svært gode realøkonomiske forutsetninger. Men de må rydde opp etter bankene for å få framdrift.

For det tredje: USA, eurolandene og Storbritannia har nå nær en tosfifret prosent av arbeidsstyrken på søk etter jobb. Det er grunn til å vente at ledigheten vil få feste – særlig i Europa. Det er mindre flyt i arbeidsmarkedet her, og evnen til å omstille er svakere.

Det kan illustreres ved å legge forløpet på 1980-tallet oppå dagens utvikling. Da falt ledigheten temmelig raskt tilbake i USA. I Storbritannia og andre europeiske land holdt ledigheten seg oppe gjennom tiåret, se figur 4. Det var hele ungdomskull som ikke fikk tilknytning til arbeidsmarkedet.

Små land som Norge er avhengige av at verdensøkonomien kan vokse med åpen handel og frie kapitalbevegelser. Det er risiko for at finansmarkedene kan svekkes på ny. Land kan komme inn i spiraler som bare går ned og ned. Men til nå har det internasjonale valutafondet - IMF - kunnet tre til.

Figur 4 Arbeidsledighet. Utvikling i nedgangskonjunkturer. Prosent fra 1980-tallet (heltrukne linjer) og fra 2008 - 2010 (stiplede linjer)¹⁾



1) Anslag for 2009 og 2010
2) Belgia, Frankrike, Tyskland, Italia, Luxemburg og Nederland. Vektet i forholdet til BNP
Kilder: IMF World Economic Outlook Database April 2009 og Norges Bank

Det er dessuten fare for at land med underskudd og stor ledighet faller tilbake til proteksjonisme når deres virksomheter ikke når opp i konkurranse. Men så langt er reglene for verdens handelsorganisasjon - WTO - i det vesentlige blitt respektert.

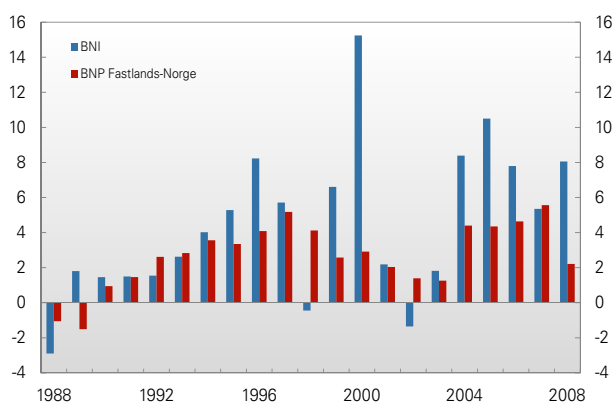
Merkantilistiske holdninger kan også vinne fram i over-skuddslandene. Bredere strategiske hensyn kan motivere deres investeringsvalg. Det kan skape motreaksjoner og føre til at det blir satt grenser for flyten av kapital over landegrensene.

Norsk økonomi – to gyldne tiår

I Norge er nedgangen blitt mild.

Vi har ikke opplevd et stort økonomisk tilbakeslag siden krisen rundt 1990. Da hadde vi på samme tid en kostnadskrise, en sysselsettingskrise med kraftig økning i arbeidsledigheten og nedgang i produksjonen, valutakrise, fall i bolig- og eiendomsprisene og bankkrise.

Figur 5 Vekst i bruttonasjonalinntekt og bruttonasjonalprodukt for Norge. Prosent 1988 - 2008



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

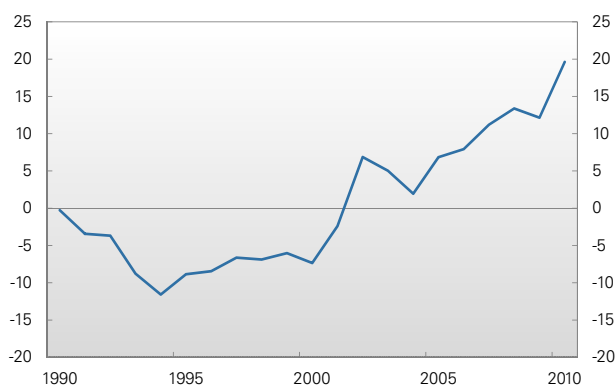
I perioden fra 1992 til 2008 opplevde vi deretter en lang oppgang. Nasjonens inntekt økte med 5,4 prosent per år, og mye mer enn veksten i produksjonen i fastlandsøkonomien, se figur 5. Inntektsveksten har vært større enn på 1950- og 60-tallet.

Bak framgangen lå de store strukturreformene fra 1980- og 90-tallet som økte produksjonskapasiteten i norsk økonomi. Vi fikk en lang periode med stor vekst i produktiviteten til norsk næringsliv.

Skiftende krefter har ellers drevet økonomien fram - under krisen rundt 1990 kom lønnskostnadene i Norge ned på et lavt nivå sammenliknet med våre handelspartnere, og vi fikk moderate inntektsoppgjør. I 1995 lå kostnadsnivået 10-12 prosent under vårt gjennomsnitt for oljealderen fra 1970 og fram til nå, se figur 6.

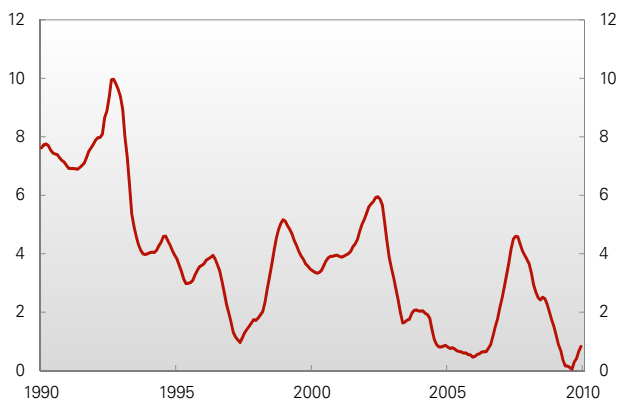
Dessuten falt realrenten i Norge markert utover 1990-tallet fra høye nivåer, se figur 7. Det skyldtes at kronekursen, som ble holdt fast gjennom kriseårene, hadde brutt ned inflasjonen og inflasjonsforventningene. I tillegg ble

Figur 6 Relative lønnskostnader. Avvik fra gjennomsnitt i perioden 1970 – 2009 Prosent. 1990 – 2010¹⁾



1) Tall for 2010 er gjennomsnitt for perioden 1. januar - 9. februar 2010. Stigende kurve indikerer svakere konkurranseevne
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), OECD, Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 7 Realrente.¹⁾ NIMåneders sentrert glidende gjennomsnitt. Prosent Januar 1990 – desember 2009



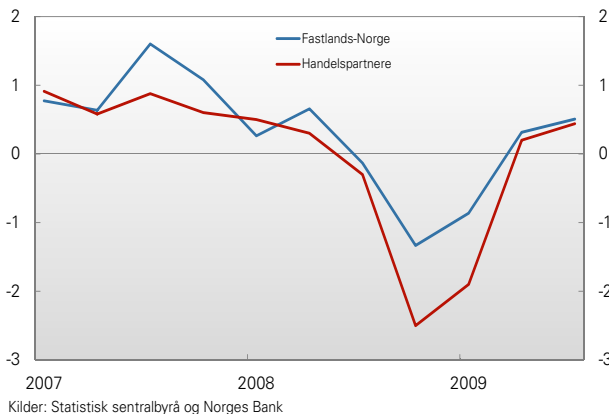
1) Tremåneders pengemarkedsrente deflatert med KPI
Kilde: Norges Bank

Figur 8 Bytteforhold overfor utlandet. Indeks, 2007 = 1 1. kvartal 1990 – 3. kvartal 2009



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 9 BNP-vekst fra forrige kvartal. Norge og handelspartnere. Sesongjustert Prosent. 1. kvartal 2007 – 3. kvartal 2009



veksten i offentlige utgifter raskt dempet da aktiviteten i næringslivet fikk feste.

Utviklingen skiftet på 2000-tallet. Kostnadsnivået begynte å stige, men det hadde sammenheng med at vi nå fikk en kraftig bedring i vårt bytteforhold med utlandet og etter hvert økende vekst ute, se figur 8. Prisene på det vi selger, som olje, gass, metaller, stein, fisk og frakt, steg markert, samtidig som prisene på importvarer falt. Fra 2003 til 2008 bidro utviklingen i bytteforholdet alene til å øke nasjonalinntekten med mer enn 20 prosent, eller drøyt 4 prosent per år.

Det var også bygd institusjoner og mekanismer som kunne håndtere den kraftige inntektsøkningen. Oljefondet, som nå heter Statens pensjonsfond utland, og handlingsregelen for finanspolitikken ble etablert nettopp for å motvirke at svingninger i oljeprisen forplantet seg til fastlandsøkonomien. Bedre bytteforhold, høyere inntekter og mer statlig pengebruk bidro til å trekke realressurser over mot skjermede næringer og til en sterkere krone, men samtidig la handlingsregelen et grunnlag for at andre virksomheter enn oljeselskapene og offentlig sektor kunne vokse utover i tiåret. Vi hadde god tilgang på arbeidskraft fra nye EU-land, og vi fikk flere år med høy produktionsvekst. Samtidig ga inflasjonsmålet for pengepolitikken et godt anker for inflasjonsforventningene.

I 2008 nærmet vi oss slutten av høykonjunktoren. Kostnadene hadde økt kraftig, kredittveksten hadde vært sterk, renten var satt opp, og boligprisene hadde snudd. Bruken av oljepenger over offentlige budsjetter hadde steget, men sysselsettingen i tradisjonelle næringer var fortsatt høy. Bedriftene fikk avsetning for eksportvarer og leveranser til oljevirksomhet selv med høyt kostnadsnivå fordi etterspørselen var sterk.

I stedet for en gradvis avmatting ble det bråstopp i veksten høsten 2008 da finanskrisen ute toppet seg. Etterspørselen etter våre eksportvarer falt markert. Norske banker viste seg å være svært sårbare for tørken i verdens pengemarkeder, og de sluttet å gi nye lån.²

Men bankene våre var ikke like utsatte for tap på lån - fjernt og nært - som banker i andre land. Konjunktoren ble snillere hos oss, men også bankhåndverket kan ha vært ganske godt. Statens og sentralbankens tiltak for å tilføre midler traff. Likviditetskrisen gikk fort over og utviklet seg ikke til en soliditetskrise i vårt banksystem.

Vi ble hjulpet av at oljeprisen raskt tok seg opp igjen og av en periode med svakere krone. Renten ble redusert, og offentlige utgifter ble økt markert. Nedgangen ble mildere enn vi trodde da renten kom ned på lavt nivå – dels fordi oljeprisen ble høyere enn ventet og dels fordi virkemidlene virket bedre enn vi torde bygge på. Derfor ser vi nå for oss at renten jevnt og trutt kan settes opp igjen mot mer normale nivåer.

Sist det var krise i verdensøkonomien, på slutten av 1990-tallet, var de framvoksende økonomiene hardest rammet. Nå møtte OECD-landene vegg. Men i Norge ser vi ut til å ha gått klar. Produksjonen har samlet sett falt mindre hos oss enn i andre land, og den snudde raskere opp igjen, se figur 9. Ledigheten har holdt seg lav. En kunne nesten tro at vi var immune mot kriser og at Norge er i en særstilling.

Det er vi ikke. Det er farlig å tro at vi kan håndtere hver krise like godt.

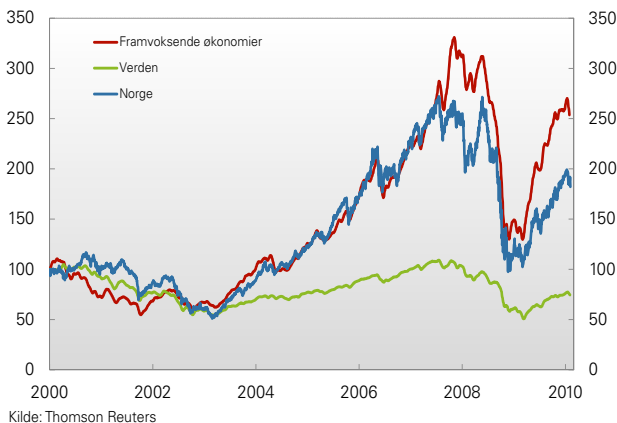
Vi er ikke utvalgte.

Ser vi framover, kan vi ikke regne med at drivkreftene vil falle like heldig ut. Vi kan ikke vente fall i realrenten. Det skal mye til at eksportprisene igjen får et kraftig løft. Dessuten er vår økonomi blitt sårbar. Norsk arbeidskraft har aldri vært så dyr som den er nå. Norske virksomheter vil kunne stille bak i anbud og konkurranser når det nå er mye ledig kapasitet i andre land. Det har heller aldri vært mer lønnsomt å flytte virksomhet ut fra Norge.

I oppgangen levde norske bedrifter godt med de høye kostnadene fordi de ble mer effektive og fordi avsetningen var god og prisene steg. Norsk arbeidskraft har vært svært dyr, men likevel fullt sysselsatt. Framover vil markedene være mer krevende. Selv om vi har flytende valutakurs,

² Se IMF (2010): Norway: Staff Report for the 2009 Article IV Consultation.

Figur 10 Aksjekurser. Indeks, 3. januar 2000 = 100
3. januar 2000 – 29. januar 2010



kan vi ikke vente at vårt særskilte kostnadsnivå faller mye, for konjunktorene er enda svakere i landene rundt oss.

Næringsstrukturen i vår lille økonomi skiller seg fra den i andre industriland. Vi vinner når nye asiatiske land vokser fram fordi vi produserer mye råvarer og frakt. Det gjen-speiler seg også i vårt aksjemarked.

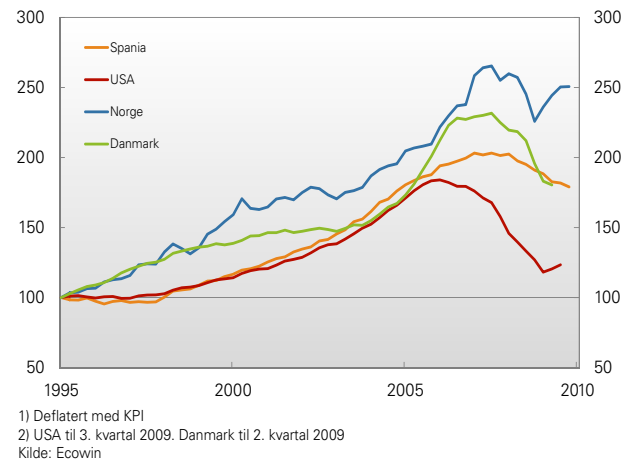
Verdien av norske børsnoterte selskaper samvarierer med verdien av selskaper i framvoksende økonomier, se figur 10. Vi er utsatte hvis veksten svikter i Asia. Da kan råva-reprisene falle, og bytteforholdet få en knekk. Samtidig kan høyt kostnadsnivå gjøre det vanskelig for næringslivet å skifte til nye markeder.

Også høye boligpriser og stor gjeld hos norske hushold-ninger gjør økonomien vår sårbar. Ute ble krisen utløst og forsterket av fall i boligprisene og nedbelåning. Norge har hatt sterkere vekst i boligpriser og folks gjeld enn flere av de landene som er hardest rammet, se figur 11.

Strammere regulering av bankene og et bedre skattesystem

Kredittvekst er gjerne selvforsterkende. I oppgangstider er bankenes tap på utlån lave, og fortjenesten øker. Tilgangen på kapital er god. Det gir grunnlag for sterk vekst i utlån og høyere bolig- og eiendomspriser. Låntakere får økte sikkerheter som setter i gang nye runder med opplåning og prisvekst. Folk kan med noen få tastetrykk ta opp lån på boligen, som går inn på konto i nettbanken og finansierer nye innkjøp og løpende konsum. I nedgangstider faller inntjeningen i bankene, tapene øker, og de strammer inn på utlån. Det kan sette i gang flere runder med fall. Slik forsterkes svingningene i økonomien.

Figur 11 Realboligpriser.¹⁾ Indeks, 1. kvartal 1995 = 100
1. kvartal 1995 – 4. kvartal 2009²⁾



Bankkrisen i verden viser at kredittsykler og bobler i eiendomsmarkedet som sprekker, er en av de aller største utfordringene i den økonomiske politikken. De kan bygge seg opp over lang tid. De er vanskelige å se i sanntid, og selv etter at de har sprukket, er det tvil om årsakene. Fallet i priser kommer brått og blir dyrt.

Det er særdeles viktig å bygge strukturer og mekanismer slik at økonomien bedre kan regulere seg selv.

Nye krav til egenkapital og likviditet i bankene kan skape større stabilitet i det finansielle systemet. Trolig bør kravene være strammere i Norge enn de minstekrav som det vil vise seg mulig å nå enighet om i internasjonale fora. Økonomien vår er liten, med konsentrert risiko for bankene. Det er også viktig å samarbeide med de andre nordiske landene for å motvirke at deres banker i ly av mildere reguleringer aggressivt selger lån i Norge.

Svikt og store mangler ved måten kapital og eiendom beskattes, forsterker kredittsyklene og svingningene i prisene på boliger.

Reformen i 1992 ga Norge et skattesystem som bygger på svært gode prinsipper. Grunnlaget for å regne ut skatt på inntekt ble utvidet, satsene ble redusert, og skatt på lønn og inntekter i bedrifter ble sett i sammenheng. Skjevheter ble rettet opp slik at det ble bedre samsvar mellom avkastning for virksomheter og for samfunnet når bedriftene investerer. Mer nøytrale regler reduserte mulighetene for virksomheter og næringer til å karre til seg særfordeler. Reformen bidro til den gode økonomiske veksten på 1990-tallet og ga økte inntekter for det offentlige selv med vesentlig lavere skattesatser.

Men reformbølgen la seg før arbeidet var fullført. Det er nå en slående kontrast mellom kvaliteten på de ulike deler av vårt skattesystem.

Beskatningen av formue og eiendom har store svakheter.

For det første: Inntekter og verdi av ulike typer kapital skattlegges forskjellig. Avkastningen og verdien av folks finanskapital og eie av bedrifter kommer til full beskatning. Boliger som leies ut, gir full skatt av inntekt, mens egen bolig er fritatt fra tilsvarende skatt. Folk får fradrag for renteutgifter, men må ikke skatte av stigningen i verdien og fordelen av å bruke egen bolig. Boligen skattlegges som formue, men ikke til virkelig verdi.

Tabell 1 viser vridninger skattesystemet fører til. For den enkelte er det vesentlig mer lønnsomt å investere i bolig enn å nedbetale gjeld eller investere i næring. Det gjelder både for de som betaler formuesskatt og for alle oss andre.

For det andre: Eiendom beskattes forskjellig fra kommune til kommune. Dessuten har verdsettingen av eiendom som grunnlag for formuesskatt vært helt vilkårlig. Den takseringen for bolig som nå tas i bruk, er et lite, men riktig skritt mot bruk av markedsverdi som grunnlag for å beskatte boligen.

For det tredje: Eiendom er egnet som skatteobjekt men likevel lavt skattlagt. Eiendom kan ikke flyttes. Skatt på eiendom vrir heller ikke bruken av ressurser slik skatt på arbeid eller skatt på foretaksomhet gjør.

Svingningene i boligpriser og kredittsyklene ville bli mindre dersom eiendom var godt skattlagt. Størrelsen på både gevinst og tap faller ved beskatning. Skatt på salgsgevinster av egen bolig, og fradrag ved tap, ville særlig bidra til å dempe prisspiraler i boligmarkedet. Vi ville få en mer stabil økonomi.³

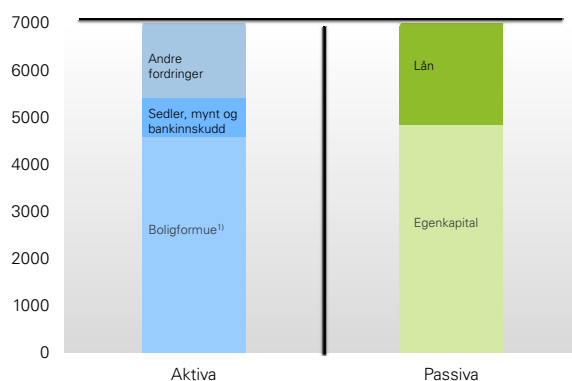
Skattesystemet har ført til at en stor del av husholdningenes formue er i boliger. Verdien av boligkapitalen kan på usikkert grunnlag anslås til over 4500 mrd kroner, mer enn halvannen gang oljefondet.⁴, se figur 12. Den store konsentrasjonen om bolig fortrenger investeringer i næringslivet. Høyere eiendomsskatt ville gi større vekstkraft fordi det blir mer lønnsomt å investere i egen og andres bedrift.

Tabell 1 Avkastning på alternative investeringer

	Investere i bolig	Nedbetale gjeld	Investere i næring
Før skatt	4,0%	4,0%	4,0%
Etter skatt			
- uten formuesskatt	4,0%	2,9%	2,9%
- med formuesskatt	3,7%	1,8%	1,8%

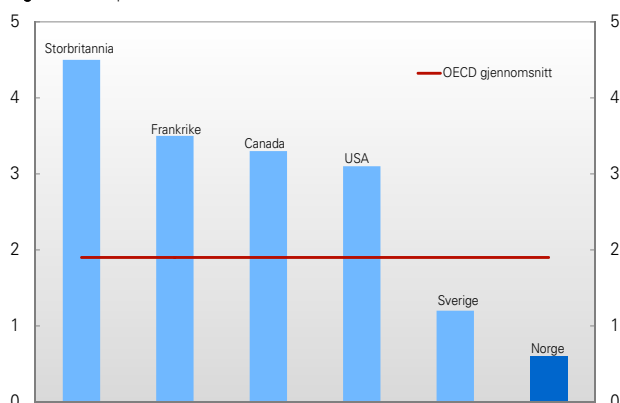
Kilde: Norges Bank. Se Staff Memo 2010/1 fra Norges Bank

Figur 12 Husholdningenes formue og gjeld per 3. kvartal 2009. Milliarder kroner



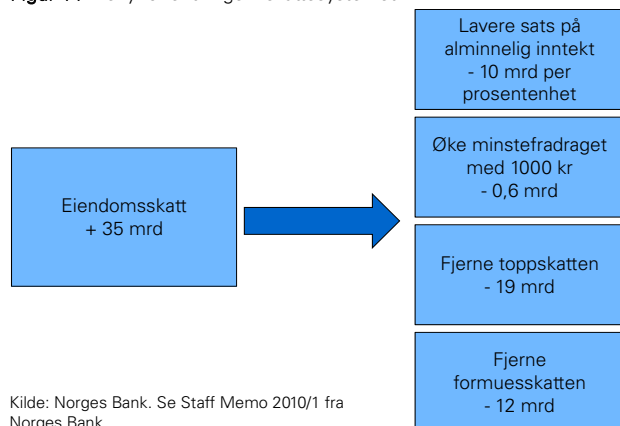
1) Norges Banks beregning
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 13 Skatt på eiendom. Prosent av BNP 2007



Kilde: OECD Revenue Statistics 2009

Figur 14 Meny for endringer i skattesystemet



Kilde: Norges Bank. Se Staff Memo 2010/1 fra Norges Bank

3 Se Paul van den Noord (2005) "Tax incentives and house price volatility in the Euro area: Theory and evidence." *Economie internationale* 101, p. 29-45.

4 Tallet er basert på modellen dokumentert i Staff Memo 2006/4, Norges Bank.

I OECD-landene utgjør eiendomsskattene rundt to prosent av landenes verdiskaping, se figur 13. I Norge er andelen vel en halv prosent.⁵

Det kunne være rimelig å planlegge for satser og skatteproveny fra eiendom på linje med andre land. Det ville gi en årlig ekstra skatteinntekt på rundt 35 mrd kroner⁶.

Når vi vurderer skattesystemet, vil en økt skatt på eiendom ha et motstykke i redusert skatt på arbeid og foretakssomhet. Figur 14 gir her en meny. Eiendomsskatten gir grunnlag for å redusere skatten på alminnelig inntekt. Det koster 10 mrd i redusert inntekt for staten å redusere satsen med en prosentenhed, mens det koster 6 mrd å øke minstefradraget for lønn med 10 000 kroner. Satsen for skatt på alminnelig inntekt kan for eksempel reduseres fra 28 prosent til 26 prosent kombinert med at minstefradraget øker med 25 000 kroner. Et annet eksempel vil være å bruke provenyet til å ta bort formuesskatten og toppskatten. Da vil det fortsatt være litt igjen til å redusere skatten på alminnelig inntekt noe.

Pengepolitikken

Det koster 34 øre å produsere en femtikroneseddel. Likevel venter vi å bytte dette papiret mot større reelle verdier – for eksempel en liter melk og et godt brød. De fleste pengene vi bruker, er ikke på papir, men tall i nettbanken. Vi kan bytte elektroniske tall mot handlekurver i butikken. Norges Bank utsteder papirpengene, men står også bak – som bankenes bank – innskudd på kontoene i forretnings- og sparebanker.

Pengeverdien tar vi gjerne for gitt når vi betaler regninger, får lønn, planlegger turer og store innkjøp, lager budsjett og fører regnskap. Men stiger prisene, blir pengene mindre verdt. Varierer inflasjonen, blir kjøpekraften til pengene tilfeldig.

Og beslutninger basert på en tilfeldig pengeverdi kan ikke bli gode – derfor er stabil og lav prisstigning en forutsetning for god vekst i økonomien. Lønnsomheten i investeringsprosjekter blir riktig beregnet først når inflasjonen er som ventet. Regnskap blir lett misvisende og aksjeverdier usikre hvis ikke pengene har stabil kjøpekraft. Skattesystemet, med sine satser og grenser i kronebeløp

forstyrrer fordelingen av ressurser mer når inflasjonen er høy og varierer.

Nå har pengeverdien og inflasjonen vært stabil i snart 20 år. I tidligere tider svingte pengeverdien mer – perioder med høy inflasjon ble gjerne fulgt av nedgang i prisene, se figur 15. Pengeverdien falt markert og varig etter de to verdenskrigene og ved kriger i tidligere tider. Også på 1970- og 80-tallet falt pengeverdien raskt, men da som følge av den økonomiske politikken. Renten ble holdt lav og offentlige utgifter høye for å prøve å oppnå svært lav arbeidsledighet.

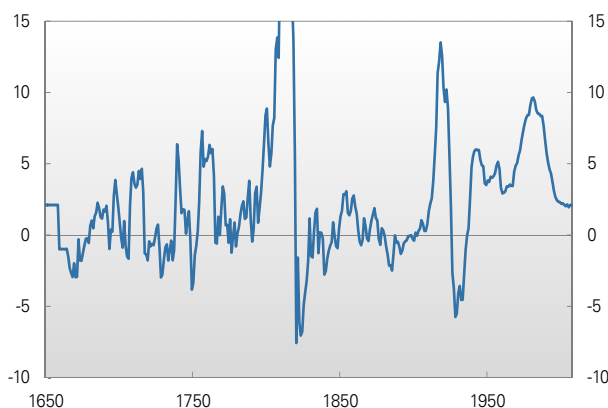
Ikke bare i Norge, men i verden, var pengesystemet i krise på 1970-tallet. Etter andre verdenskrig var den amerikanske dollaren knyttet til gull mens andre land holdt faste, men justerbare, kurser mot dollaren. Men inflasjonen ble etter hvert for høy til at dollaren kunne holde sin gullverdi, og på begynnelsen av 1970-tallet raknet systemet. Inflasjonen økte og var ustabil i de fleste vestlige landene til godt ut på 1980-tallet.

For en 50-lapp i 1970 – med Bjørnstjerne Bjørnson – kunne vi kjøpe nesten 10 liter melk og 10 gode brød. Pengeverdien falt kraftig da inflasjonen ble høy, og ut på 1990-tallet – etter inflasjonsperioden – måtte vi ut med fem femtilapper for å kjøpe det samme som vi i sin tid fikk for Bjørnson-lappen.

Metallstandard og fast valutakurs kunne ikke trygge pengeverdien.

Derfor lar de fleste land det nå være sentralbankens og rentens oppgave å sikre lav og stabil inflasjon. Det gjør at pengene – som det er så billig å produsere – holder sin verdi. For å unngå at målet settes til side må sentralbanken kunne sette renten uavhengig. For det kan være fristende å søke andre mål og oppgaver når inflasjonen har vært forankret en stund. Det ville ikke være første gang sty-

Figur 15 Inflasjon i Norge.¹⁾ Prosent. 1650 - 2007

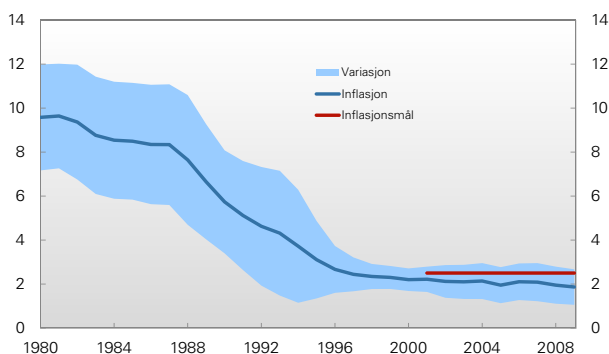


1) Glidende gjennomsnitt. Beregnet sju år tilbake og to år fram
Kilde: Norges Bank

5 Skatt på bolig kan betraktes som nøytral når lønnsomheten av boliginvesteringer i forhold til andre investeringer er som den ville vært uten skatt. Da må rentefradraget motsvares av skatt på eie og bruk av bolig. Med en skattesats på 28 % og en boliglånsrente på 7 %, krever det en årlig skatt som på marginen utgjør om lag 2 % av boligens verdi. Danmark har en eiendomsskatt omtrent på dette nivået.

6 En fullt ut nøytral beskatning av eiendom i forhold til annen kapital ville gi høyere skatteinntekter, jf .Nasjonalbudsjettet 2010, tabell 4.8, s 124.

Figur 16 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 2010 – 2011 fra PPR 3/09 lagt til grunn
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ringsoptimisme tok overhånd. Tidlig på 1970-tallet – etter 20 år med god vekst – trodde vi ledighetsspøkelset var gravlagt for godt, og nye mål ble lagt til.

Vi kan ikke – som på 1970-tallet – la renten være lav over lang tid i et forsøk på å oppnå varig høyere produksjon. Da får vi store svingninger og høy inflasjon.

Det er ellers sjelden ulike hensyn i rentesettingen trekker i så forskjellig retning som nå. Flere tar i dag til orde for å sette renten raskt opp for å bremse veksten i boligprisene. Det er forståelig når en ser hvor stor skade vekst i boligprisene og høy gjeld har påført mange land. På samme tid tar andre til orde for lavere rente for å holde kronekursen nede. Det framstår også som godt begrunnet med de store utfordringene norske bedrifter står overfor.

Men vi kan jo ikke samtidig både øke renten og redusere den.

Renten settes for å sikre lav og stabil inflasjon. Med sterk vekst i kjøp av varer og tjenester eller med svikt i etterspørselen kan renten samtidig stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Da er det ingen målkonflikt. Når inflasjonsforventningene er godt forankret, kan vi legge vekt på forløpet for produksjon og sysselsetting når vi setter renten. I vurderingen av utsiktene for priser og produksjon ser vi også på boligpriser, samlet kreditt og kronekursen. Slik teller disse størrelsene med når vi setter renten.

Vi har bare ett virkemiddel, og renten alene er for grovkalibret. Derfor må reguleringene av finansnæringen, skattesystemet og budsjettpolitikken bidra mer til å nå andre mål i den økonomiske politikken.

Det siste året har svært lave styringsrenter vært nødvendig for å hindre at inflasjonen falt for mye. Det siste tiåret har

inflasjonen ligget rundt 2 prosent, det vil si nær, men noe under målet på 2,5 prosent, se figur 16.

Arbeidsdelingen i den økonomiske politikken

Vi får nå testet ut arbeidsdelingen i den økonomiske politikken.

- Pengepolitikken styrer inflasjonen på mellomlang og lang sikt og kan i tillegg bidra til å jevne ut svingninger i produksjon og sysselsetting.
- Statsbudsjettet - veksten i offentlige utgifter - påvirker kronen og størrelsen på det konkurranseutsatte næringslivet på mellomlang sikt. Det er viktig, for vekstevnen i økonomien - grobunnen for læring, innovasjon og utvikling - kan bli svekket dersom mindre av næringslivet blir utsatt for intens internasjonal konkurranse.
- Lønnsdannelsen og økonomiens strukturer og instrumenter legger grunnlag for hvor godt og effektivt vi utnytter arbeidskraften og øvrige realressurser, og for veksten i økonomien.

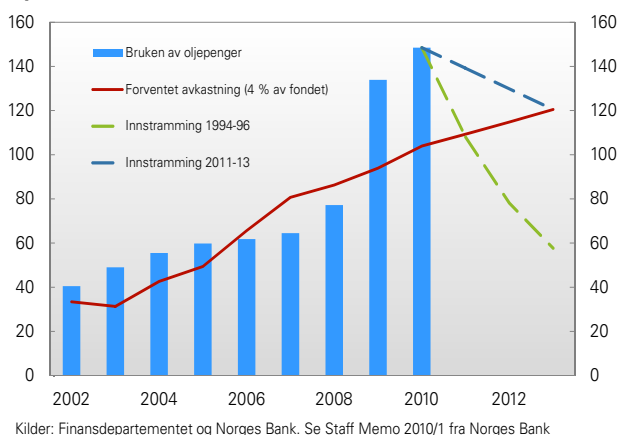
Siden utsiktene for inflasjonen og aktiviteten falt samtidig, var det riktig å møte krisen høsten 2008 med keynesiansk etterspørselspolitikk. Norge har handlefrihet siden statsfinansene er tillitvekkende og inflasjonsforventningene godt forankret. Vi har kunnet trekke lærdom av både gode og dårlige erfaringer med slik politikk på 1970-tallet og rundt 1990. De erfaringene gir kanskje et grunnlag for å lage en ”håndbok” i god keynesiansk bruk av virkemidler:

Først, når etterspørselen etter varer og tjenester og utsiktene for inflasjonen faller, settes renten ned. Samtidig vil de automatiske stabilisatorene i budsjettene virke når skatteinngangen blir lavere og utbetalingene til trygd blir høyere.

Når svikten i etterspørselen etter varer og tjenester er så sterk at en rente ned mot null ikke er nok, settes skattesatser ned eller statlige tiltak inn. Tiltakene skal ikke påvirke de langsiktige prioriteringene i offentlig virksomhet, slike som størrelsen på velferdsstaten eller det varige skattenivået.

Når konjunktorene snur, slik de nå har gjort i Norge, skal etter boka statsbudsjettet temmelig raskt strammes til.

Figur 17 Handlingsregelen. Milliarder kroner. 2002 – 2013



Det gir rom for vekst i næringslivet. Når utgiftene er blitt redusert, kan styringsrenten deretter settes opp mot et normalt nivå.

Handlingsregelen for finanspolitikken legger opp til at petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien, om lag i takt med forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland anslått til 4 prosent. I perioder med høy eller raskt stigende ledighet kan en bruke mer, og motsatt vil det være behov for å holde igjen i perioder med høy aktivitet i økonomien og knapphet på ledige ressurser.⁷

Det ser nå ut til at utnyttelsen av kapasiteten i norsk økonomi igjen kan nå normalt nivå om halvannet til to år – og da med noe lavere arbeidsledighet enn i dag. Et annet forløp kan møtes med renten. Slik vi forstår handlingsregelen, skal da statsbudsjettet for 2012 eller senest for 2013 planlegges med sikte på å være i balanse med bruk av oljepenger som tilsvarer 4 prosent av fondets størrelse.

Det ser ikke krevende ut når vi sammenlikner med årene 1994-96. Innstrømmingen den gangen begynte straks konjunktorene hadde snudd og mens arbeidsledigheten ennå var høy. Skulle det nå strammes inn like mye som historien i ettertid sier ble gjort da, ville 4 prosent være nådd i løpet av ett år, se figur 17.

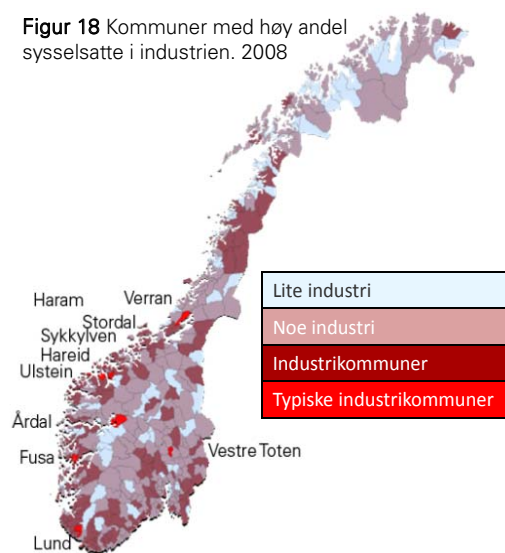
Her må vi likevel legge til at i sanntid ble det ikke planlagt en så sterk innstrømming. Etter skattereformen fikk staten større inntekter fra bedriftene enn ventet.⁸ Men selv tiltak på linje med de planlagte den gangen vil nå bringe bruken av oljepenger raskt tilbake.

Takten i bruken av oljeinntekter – veksten i de offentlige utgiftene – er viktig for utviklingen i konkurranseevnen, som vi også kaller den reelle kronekursen, på lang sikt.

⁷ Se for eksempel Nasjonalbudsjettet 2010 boks 3.1, s. 53

⁸ De historiske tallene bygger på trendberegninger. Tallene fra disse årene er derfor påvirket av hvordan økonomien utviklet seg senere på 1990-tallet. Det kan også få innstrømmingen til å se større ut i ettertid.

Figur 18 Kommuner med høy andel sysselsatte i industrien. 2008



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Men på kort sikt kan kronen svinge mye, og den svekket seg høsten 2008 fordi kapitalen søkte tryggere havner. Det hjalp vårt næringsliv etter den første fasen av nedgangen. Kronen har senere styrket seg vesentlig.

Staten bruker i 2009 og 2010 en vesentlig større del av sine petroleumsinntekter og plasserer mindre ute gjennom oljefondet. Det gir økt kommersiell etterspørsel etter kroner som bidrar direkte til en sterkere krone.

Mer grunnleggende påvirkes forløpet for kronen av forskjellen i aktiviteten ute og hjemme og hvor raskt renten må settes opp hos oss for å holde inflasjonen lav og stabil.

Den økonomiske geografien i Norge vil endre seg de neste 10-15 årene. Vårt kostnadsnivå og den realøkonomiske krisen ute vil sette arbeidsplasser og næringslivet i industrisammenheng under press.

Tap av arbeidsplasser vil kunne ramme hardest der industrien veier tyngst. I de ti mest typiske industrikommunene Vestre Toten i Oppland, Lund i Rogaland, Fusa i Hordaland, Årdal i Sogn og Fjordane, Ulstein, Hareid, Sykkylven, Stordal og Haram i Møre og Romsdal og Verran i Nord-Trøndelag står den lokale industrien for mer enn en tredel av samlet sysselsetting, se figur 18. Tidene vil bli mer krevende for klyngene av oljeleverandører på Sørlandet, Nord-Jæren, Haugalandet og Stord og for industrien i Kongsberg, Grenland, Helgeland, Salten og Ofoten.

Heldigvis har industristedene vist evne til å omstille. Forskning viser at det er god geografisk og yrkesmessig flyt i den norske arbeidsstyrken. Få faller varig ut etter

omstillinger.⁹ Men miljøene er små og sårbare og kan få banesår hvis næringsstrukturen blir for ensidig.

Og som nevnt, det viktigste, ja kanskje det eneste, virkemiddelet myndighetene her har, er å holde igjen på bruken av oljeinntekter i norsk økonomi.

Forvaltningen av oljeinntektene

Det tok en generasjon fra det første oljefeltet ble oppdaget i Nordsjøen til staten kunne sette deler av grunnrenten til side. Statens petroleumsfond ble etablert i 1990, og det første innskuddet på fondet kom i 1996.

Hvert år siden, og som en spareplan, har staten satt til side en del av de løpende inntektene fra olje og gass som innskudd i fondet. I dag er fondet rundt 2600 mrd kroner. Det er litt mer enn ett års verdiskaping i norsk økonomi. Det er utsikter til nye årlige innskudd i fondet kanskje et drøyt tiår til. Fondet vil i så fall øke videre, kanskje opp mot to ganger dagens størrelse.

Selve oppbyggingen av fondet kan være en kort generasjon.

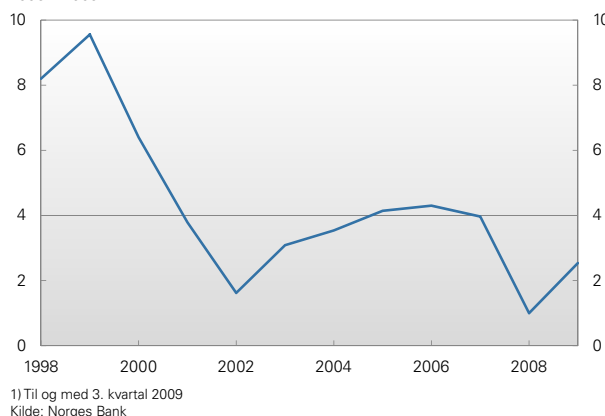
Deretter vil det gå inn i en ny fase. Med lavere inntekter fra olje- og gassvirksomheten vil ikke fondet lenger bli tilført midler utenfra. Når inntektene fra virksomhet på sokkelen ikke lenger gir staten en grunnrente, kan bare den årlige realavkastningen av oljefondet varig brukes.

Midt på 1990-tallet var oljeprisen rundt 20 dollar fatet, og det ble satt til side penger. I år kreves over 50 dollar for at det skal være oljeinntekter igjen til å sette inn på fondet. Vi må være forberedt på store utslag i oljeprisen, og det første året uten at oljeinntekter settes til side – men at det tvert i mot tas penger ut – kan være nær.

Regjeringen har lagt til grunn at den årlige realavkastningen på oljefondet over tid vil ligge rundt 4 prosent. Siden starten har den gjennomsnittlige avkastningen vært $2\frac{3}{4}$ prosent, se figur 19. Det er bare ett år siden det sterkeste fallet i verdens kapitalmarkeder i manns minne. Ved å opprettholde risikoen i fondet er det nok mulig at gjennomsnittsavkastningen etter hvert igjen vil nærme seg fire prosent.

9 Kjell G. Salvanes, Jarle Møen og Kristiina Huttunen (2009): "Bedriftsnedlegging, omstillingsevne og regional mobilitet i norsk økonomi." Vedlegg til Finansdepartementets Perspektivmeldingen 2009 [St.meld. nr. 9 (2008-2009)].

Figur 19 Gjennomsnittlig avkastning siden 1998 av Statens pensjonsfond utland 1998 – 2009¹⁾



Staten kan velge sammensetning, krav til avkastning og risikoprofil på sine investeringer uten å skjele til finansieringsbehovet til norske foretak. Norske bedrifter på sin side kan velge låne- og egenkapitalstruktur uavhengig av statens finansielle investeringer. Mellom staten som investor og bedriftens kapitalbehov er det et kapitalmarked. Statens spareplaner ute påvirker derfor ikke tilgangen på midler og det kravet til avkastning norske bedrifter må stille til sine investeringer.

Lønnsomheten i statlige investeringer beregnes med utgangspunkt i en kalkulasjonsrente på 4 prosent. Det gir samme krav til avkastning som staten forventer å oppnå i oljefondet over tid. Et spørsmål er likevel om det er en kø av gode og lønnsomme prosjekter som må vente på grunn av en for stram linje i statens budsjetter.

Det er det vanskelig å finne holdepunkter for.

I Nasjonal transportplan 2010-19, som vi kanskje kan anta er representativ for statlig pengebruk, er det trukket opp planer for investeringer i vei for rundt 140 mrd kroner.¹⁰ For om lag to tredeler av prosjektene er det gjort rede for lønnsomheten. Beregningene fanger opp spart tid og reduserte kostnader ved ulykker og miljø. Investeringskostnader og framtidige driftsutgifter trekkes fra. Prosjektene viser et samlet tap på 20 mrd kroner.

Det ser ut til å være ganske få veiprosjekter som er samfunnsøkonomisk lønnsomme. Et sjeldent eksempel er Finnfast ut til det vakre øyriket i Ryfylke.

Bjørvikaprojektet, like bak oss, er ikke lønnsomt etter disse kriteriene. Siden den gamle trafikkmaskinen "Bispekket" er så effektiv, vil ikke trafikantene spare tid når de i framtiden kjører tunnel mellom øst og vest i byen.

10 Inklusive bompengefinansiering, jf Nasjonal transportplan 2010-19 tab. 5.2 og 6.6.

Samfunnsøkonomisk avkastning, slik den her beregnes, kan ikke være det eneste kriteriet for valg av prosjekter. Med tunnel under Bjørvika vil Oslo bli en bedre by å bo og arbeide i for en million mennesker og gi verdier som ikke er lette å tallfeste. Tilsvarende kan også gjelde andre statlige investeringer som gir nytte og glede utover den lett målbare avkastningen.

På den annen side, når prosjektene ikke kan ventes å øke det framtidige inntektsgrunnlaget i samfunnet, er det viktig at de finansieres av løpende statlige inntekter og innenfor langsiktige rammer som er opprettholdbare. Alternativt kan de betales av brukere der det er mange nok. En vei, gammel asfalt, infrastruktur eller for så vidt forskningsrapporter kan gi nytte og glede over tid, men de er jo ikke særlig likvide og gir ikke en løpende pengestrøm i avkastning som kan brukes. Hvis investeringene går på bekostning av spareplanen i pensjonsfondet, vil det gå ut over framtidige generasjoner.

Avslutning

La meg avslutte. Denne talen er min tolvte med tittelen ”Økonomiske perspektiver”. La meg få lov denne gangen til å avslutte med et annet perspektiv.

I år er det 100 år siden Claes Gill ble født i Odda. Mange vil huske Claes Gill som skuespiller i fjernsynets barndom. Han oppholdt seg i New York under depresjonen tidlig på 1930-tallet, men ble arrestert som ulovlig innvandrер, tatt til forhør på Ellis Island, utvist og sendt hjem til Norge. Han skrev da sine to diktsamlinger, som vil bli stående etter ham og som et tidlig uttrykk for norsk modernisme. La meg få lese diktet ”Sommeren vesterut”¹¹:

*Jeg vil dra op og gå, og gå mot vest
for sommeren er sval der av linn blæst
og ingen steder lyser marken grønn*

*som der. For der er regn og sol, sol og regn
og stumme stille fjæll og urgrå stein
der tiden står og står som sto den still*

*fra tidegry – inntil med ett: et skrik
av lom som letter ut en øde vik
lar ekko rulle fjæll i mellem, tungt*

*og vildt. Og der er ørn og hjort og mår,
og tropelys hvor revebjellen står
giftig skjønn. Og hvor er høiet krydret*

*søtt som der? - Ingen steder! Ingen klang
av sommersjø mot skjær og lukt av tang
som ut i vest - i dønningsus og tidevann.*

Takk for at dere har villet høre på i alle disse år.

¹¹ Claes Gill: ”Samlede dikt”, Cappelen (1995).