
Økonomiske perspektiver

Sentralbanksjef Kjell Storviks foredrag på Norges Banks representantskaps årsmøte torsdag 19. februar 1998

Bakgrunn

I løpet av det siste halve året har vi vært vitne til et alvorlig økonomisk tilbakeslag i Asia. Sviktende tillit har på rekordtid snudd vekst til stagnasjon, og ført til at myndighetene måtte gi etter for markedspress og se valutakursene falle. Det har oppstått betydelige problemer med å refinansiere både utenlandsk og innenlandsk gjeld, og gradvis er det blitt klart at landene i Asia står overfor en finansiell krise.

Veksten i de internasjonale kapitalstrømmene det siste tiåret har gitt en ny dimensjon til utviklingen mot en global økonomi, med økt konkurranse over landegrensene, men også større svingninger og sårbarhet overfor ubalanser i økonomiene. Krisen i Asia demonstrerer, som tidligere kriser andre steder, at selv de mest vekstkraftige økonomier før eller senere vil møte kraftige reaksjoner i markedene dersom det oppstår makroøkonomiske ubalanser, eller dersom det finansielle systemet i et land ikke fungerer som det skal.

Globaliseringen skaper et behov for internasjonalisering også av virkemidlene i den økonomiske politikken. Internasjonale institusjoner som IMF og WTO - den nye verdensorganisasjonen for handel - har nå en mer fremtredende plass i overvåking og regulering av det internasjonale økonomiske samkvem enn tidligere. I vår egen verdensdel er EU-landene i ferd med å danne en økonomisk-politisk overbygning over de nasjonale markedene gjennom den økonomiske og monetære unionen - ØMU - og gjennom opprettelsen av EUs indre marked, som vi jo selv er en del av. Det er all grunn til å anta at utviklingen mot stadig mer integrerte kapital- og varemarkeder vil fortsette, kanskje også med et sterkere innslag av det internasjonale perspektivet i utformingen av den økonomiske politikken. Det er med andre ord også grunn til å anta at de utfordringer som integrasjonen av vår egen økonomi med resten av verden allerede har stilt oss overfor, blir forsterket i årene som kommer.

Noen av disse utfordringene har vi lenge vært klar over. Det gjelder blant annet nye begrensninger i utøvelsen av pengepolitikken, det gjelder det økte behovet for tilsyn og kontroll av finansmarkedene, og det gjelder begrensninger på utformingen av rammevilkårene for næringslivet - herunder skattesystemet. Andre utfordringer har foreløpig vært mindre i søkelyset. Jeg mener dette ikke minst gjelder virkningene for strukturen i vårt næringsliv, og dermed også for myndighetenes strukturpolitikk. Jeg tror også vi fortsatt kan forbedre vår forståelse av sammenhengene mellom de ulike politikkområdene - mellom på den ene siden en forsvarlig makro-

økonomisk politikk og på den andre siden hvordan strukturpolitikken best kan innrettes for å understøtte målene i den økonomiske politikken.

Jeg vil bruke denne anledningen til å forsøke å belyse noen av disse sammenhengene, og hvilke konsekvenser vi kan trekke for utformingen av den økonomiske politikken. Jeg vil ikke påstå at det finnes fasitsvar, men jeg ser en klar fare for at vi i ly av vår oljerikdom unnlater å ta utfordringene på alvor. Det er etter mitt syn behov for en dyptpløyende og fundamental debatt om de veivalg vi står overfor. Jeg håper i all beskjedenhet at jeg med dette kan bidra til en slik debatt.

Fra proteksjonisme til integrasjon...

Da man etter den andre verdenskrigen skulle bygge opp igjen økonomien i Europa, ble det sett som vesentlig å unngå den «alles kamp mot alle» som kjennetegnet proteksjonismen og nasjonalismen i 1930-årene. Reguleringene av varemarkedene som måtte til i de første etterkrigsårene, ble gradvis erstattet av et system med økende handel over landegrensene. Det ble også bygget opp en rekke organisasjoner - blant annet GATT, OECD og IMF - som skulle ivareta behovet for internasjonal regulering og overvåking.

Ikke minst små land som Norge nøt godt av det økende internasjonale varebyttet. Dette gjorde oss i stand til å spesialisere vår økonomi og bygge opp næringslivet i sektorer der Norge enten hadde spesielle fordeler eller spesielt høy kompetanse. Derved ble også ressurser frigjort fra mindre lønnsomme næringer til produksjon av nye varer og tjenester der etterspørselen økte.

Etter at de fleste handelshindringene var fjernet, begynte nedbyggingen av restriksjonene på internasjonale kapitalbevegelser. Dette hang sammen med - og var en konsekvens av - den økte integrasjonen av økonomiene i etterkrigstiden.

Utviklingen av det internasjonale varebyttet forutsatte betalinger og oppgjør i internasjonal valuta. Etter hvert ble det vanskelig å avgrense slike valutaoppgjør mot rene kapitaltransaksjoner, og det utviklet seg store internasjonale markeder også for kapitalbevegelsene. Frigjøringen av kapitalstrømmene over landegrensene var en konsekvens av denne utviklingen, og dereguleringen av markedene kan således ses på som den hittil «siste sten» i det byggverk av internasjonale avtaler og integrerte økonomier som ble dannet etter krigen.

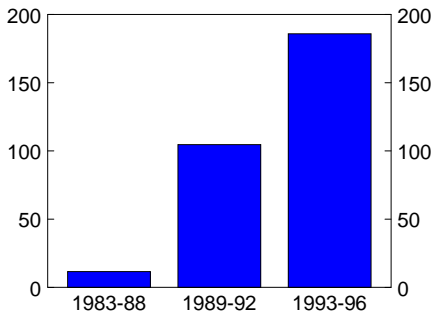
Ved inngangen til 1980-årene var de fleste vestlige landene i en situasjon med til dels meget store underskudd i utenriksøkonomien og i offentlige budsjetter, høy og stigende arbeidsledighet, og en langt høyere prisstigning enn tidligere. De store ubalansene skapte behov for et mer fleksibelt finansielt system, som lettere kunne kanalisere sparing på tvers av landegrensener og produksjonssektorer. For at dette skulle komme i stand, krevdes store tilpasninger i så vel valutakurser som renter, og det ble stadig klarere at en omfattende di-

rette regulering av finans- og kapitalmarkedene var lite hensiktsmessig.

I mange land hadde dessuten disse reguleringene - sammen med høy inflasjon og lite hensiktsmessige skattesystemer - etter hvert ført til at kravene til avkastning for investeringer dels var svært lave, og dels at avkastningskravene varierte betydelig mellom ulike typer av investeringer. Følgen av dette - ikke minst i Norge - var at høye investeringsrater etter hvert gav lite igjen i form av økt økonomisk velstand, og mengden av direkte ulønnsomme investeringer var økende.

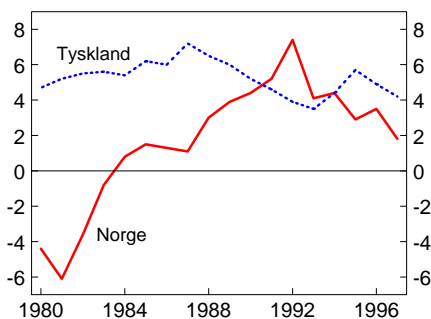
Samtidig førte også den teknologiske utviklingen til at markedsreguleringene gradvis mistet effekt. Det ble klart at det verken var mulig eller ønskelig å opprettholde reguleringene av kapitalstrømmene.

Figur 1. Privat netto kapitalinngang til land utenfor OECD. (Utviklingsland, transformasjonsøkonomier og nyindustrialiserte land). Milliarder USD. Årlig gjennomsnitt



Kilde: IMF

Figur 2. Realrente etter skatt



I Norge var realrenten etter skatt negativ i begynnelsen av 1980-tallet. Utviklingen i annen halvdel av 1980-tallet innebar en normalisering av lånekostnadene i det norske kredittmarkedet i forhold til internasjonale lånekostnader.

Kilde: Deutsche Bundesbank og Norges Bank

... og globale avkastningskrav

Da reguleringene etter hvert falt bort, måtte investeringer i ett land sammenlignes med konkurrerende prosjekter i andre land - i prinsippet verden over. Noen av de beste fortjenestemulighetene viste seg å ligge i land som ikke var kommet like langt som de rike landene i sin utvikling, og hvor potensialet for lønnsomme investeringer følgelig var størst. Ikke minst har landene i Asia - i alle fall inntil nylig - nytt godt av denne utviklingen. Etter hvert som kapitalstrømmene skjøt fart, førte antakelig de høye fortjenestemulighetene i Asia i hvert fall i noen grad til høyere avkastningskrav også i de vestlige landene.

Sluttr resultatet var at investeringene i vår del av verden falt betydelig, samtidig som investeringene økte kraftig i utviklingslandene. En større del av sparingen i de vestlige landene investeres nå andre steder enn på eget territorium, og det har vært en meget kraftig vekst i kapitalutgangen fra OECD-landene.

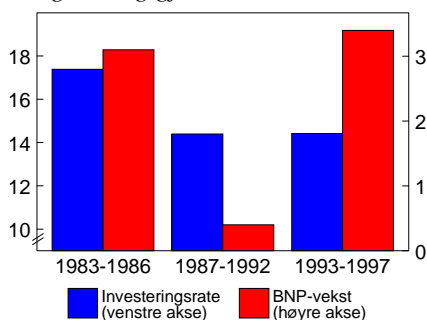
Også i Norge var den lave kapitalavkastningen på 1970- og første halvdel av 1980-tallet en indikasjon på at finansmarkedene ikke fungerte godt, og at kapitalmarkedet i Norge delvis var isolert fra resten av verden. Renten var i stor grad politisk bestemt, og skattesystemet sørget for en svært lav og til dels negativ realrente etter skatt. Begge deler innebar at kapitalmarkedet ikke gav «korrekt» informasjon - i form av rentesignaler - verken til sparere eller låntakere. Resultatet ble dels at det samlede investeringsnivå ble for høyt, dels at investeringene ble galt sammensatt ved at den rasjonerte kreditten ikke fant veien til de mest lønnsomme investeringene.

Etter hvert ble det klart at reguleringene av kapitalmarkedene heller ikke kunne opprettholdes i Norge. Bolig- og eiendomsmarkedene, kredittmarkedet og valutamarkedet ble deregulert i løpet av 1980-årene. Med de økende internasjonale kapitalbevegelsene og mer effektive markeder - som raskt utnyttet arbitrasjemuligheter - fikk skjevhetene i skattesystemet større konsekvenser, noe som blant annet kom til uttrykk i den

sterke kreditt ekspansjonen i 1980-årene. Skattereformen i 1992 fjernet mange av de forskjellene som tidligere eksisterte mellom ulike spareformer og typer av investeringer. Slik sett var skattereformen en naturlig følge av de endringene som tidligere hadde funnet sted i kapitalmarkedene.

Etter dereguleringen av kapitalmarkedene og skattereformen i 1992 er avkastningskravet i Norge mer i samsvar med avkastningskravet internasjonalt, og kredittmarkedet fordeler kreditt mer effektivt og til mer lønnsomme investeringsprosjekter for samfunnet. Jeg tror det nå er relativt bred enighet om at begge deler er nødvendige forutsetninger for å få investert i konkurransedyktige prosjekter og opprettholdt lønnsomheten i næringslivet.

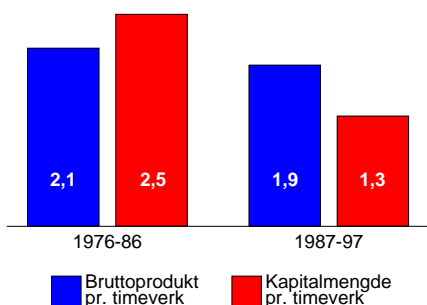
Figur 3. Investeringsrate¹ og BNP-vekst for næringslivet i Fastlands-Norge. Årlig gjennomsnitt. Prosent



¹ Bruttoinvesteringer i fast realkapital som andel av bruttoproduktet

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 4. Produktivitet og kapitalinnsats for næringslivet i Fastlands-Norge. Gjennomsnittlig årlig vekst



Produktivitetsveksten i næringslivet i Fastlands-Norge har vært om lag like sterk i de to siste konjunktursyklusene. Fra 1978 til 1986 økte produktiviteten først og fremst som en følge av en sterk vekst i mengden kapital. I perioden fra 1986 har investeringsveksten vært mye lavere, mens kapitalinnsatsen er blitt mer produktiv.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Har reformene gitt oss en produktivitetsgevinst?

Lønnsomhet i næringslivet ville være en mager trøst hvis ikke disse endringene også gav utslag i økt verdiskaping. Ved første øyekast kan det se ut til at den viktigste konsekvensen har vært at investeringene falt kraftig.

Hvis vi sammenlikner investeringer og produksjonsutvikling i den nåværende konjunkturoppgangen med oppgangen på 1980-tallet, viser det seg imidlertid at vi nå har noe høyere produksjonsvekst, til tross for lavere investeringsrater. Det kan altså se ut til at investeringene er blitt atskillig mer produktive enn i 1980-årene.

Nå vil noen straks innvende at den høye BNP-veksten hittil i høykonjunkturen først og fremst henger sammen med den sterke sysselsettingsveksten. For å skille ut virkningene av konjunkturerne i arbeidsmarkedet, kan vi i stedet sammenlikne utviklingen i kapitalinnsats og produktivitet gjennom en lengre periode.

Økende kapitalinnsats er en vanlig forklaring på vekst. Fallet i investeringsratene vi har sett i 1990-årene, skulle derfor etter tradisjonelle forklaringer lede til et fall også i produktivitetsveksten. Veksten i produktiviteten pr. timeverk var nesten helt lik i åtteårs-perioden fra 1978 til 1986 og de elleve årene fra 1986 til 1997. Men i perioden fra 1978 til 1986 økte produktiviteten først og fremst som en følge av meget høye investeringer og en sterk vekst i mengden av kapital som stod bak hvert timeverk. Faktisk økte kapitalinnsatsen noe sterkere enn produktiviteten i denne perioden.

I de siste elleve årene har denne utviklingen snudd. Vi kan si at vi nå har hatt en «uforklart» produktivitetsvekst - en vekst i produktiviteten som ikke kan forklares med økt kapitalinnsats. Dessuten skal vi merke oss at nedgangen i kapitaltilveksten er betydelig - fra 2½ prosent pr. år i begynnelsen av 1980-årene til 1¼ prosent pr. år i det siste ti-året. Likevel er altså veksten i produktivitet opprettholdt.

Det kan være mange årsaker til denne utviklingen. Noe av forklaringen kan være at vi fortsatt lever på overkapasitet fra den forrige konjunkturoppgangen. Vi har dessuten gått gjen-

nom en periode med innføring av ny teknologi, og det er mulig at denne nye teknologien har økt produktiviteten betydelig. Det kan også hende at dagens arbeidskraft i seg selv er mer produktiv, for eksempel gjennom et økt utdanningsnivå.

Det er imidlertid slående at en så stor «uforklart» bedring i produktiviteten har funnet sted i en periode der vi har vært gjennom betydelige reformer i kapitalmarkedene - både de-reguleringen av kapitalmarkedene og skattereformen i 1992. Ett av de uttalte målene med skattereformen var jo nettopp å bedre kapitalmarkedenes virkemåte og øke den samfunnsøkonomiske avkastningen av våre investeringer. Selv om det kan være mange grunner til bedringen i kapitalens samfunnsøkonomiske avkastning - målt på den måten vi ser i figur 4 - er det vanskelig å komme utenom at disse reformene kan ha hatt en betydelig positiv virkning.

Det er med andre ord nærliggende å tolke utviklingen dit hen at reformene i kapitalmarkedene - sammen med skattereformen i 1992 - alt i alt kan ha bidratt positivt til å øke avkastningen av den kapitalen vi som nasjon investerer, noe som over tid kanskje også kan lede til høyere vekst enn tidligere.

Nye omgivelser øker kravene til stabilitet og omstillingsevne

Deltakelse i de internasjonale kapitalmarkedene medfører imidlertid også ulemper og ubehageligheter. Noen vil se det som en ulempe at vi som nasjon er blitt mer eksponert for internasjonale begivenheter, og at kreftene i den internasjonale økonomien tvinger oss gjennom omstillinger vi kanskje ikke umiddelbart ser nytten av. Andre vil kunne betrakte dette som en fordel, kanskje også som en slags «garanti» mot at politiske myndigheter iverksetter eller opprettholder økonomisk sett skadelige tiltak og reguleringer. Atter andre vil muligens mene at den økte avkastningen av kapitalen har uheldige fordelingsvirkninger det er nødvendig å korrigere. Det hører også med i dette bildet at aktørene i markedene slett ikke alltid synes å opptre helt rasjonelt - i alle fall ikke slik myndighetene gjerne vil at de skal oppføre seg.

For meg er det sentrale at Norge i det lange løp verken kan eller bør «melde seg ut» av den verdensomspennende integrasjonsprosess og de internasjonale avtaler som regulerer vare- og kapitalstrømmene i verdensøkonomien, eller unndra seg påvirkning fra de internasjonale kapitalmarkedene. I vår hjemlige debatt er det ofte ulempene ved disse markedene som det er blitt fokusert på, og vi har hatt en tendens til å glemme de åpenbare fordeler Norge har av å kunne delta på internasjonale markeder og oppnå en akseptabel avkastning på nasjonens sparing. Ikke minst gjelder dette den delen av sparingen som kanaliseres gjennom Statens petroleumsfond, som i sin helhet investeres i utlandet.

Vi må altså ta som gitt - og det er ingen revolusjonerende innsikt - de rammebetingelser for vår økonomiske politikk

som er gitt gjennom verdenssamfunnets måte å organisere seg på. Det at kapitalen flyter fritt over landegrensene er et faktum som vi kan like eller ikke like, men det er et faktum - og det er lite vi kan gjøre med det. Norge er et lite land. Det mest fruktbare og realistiske vi kan gjøre er å fokusere på hvordan vi best kan tilpasse oss de rammevilkår som gjelder.

Så kan vi selvsagt arbeide i internasjonale fora for å endre de sider ved systemet vi ikke synes godt om. Vi kan neppe vente alltid å få gjennomslag for våre synspunkter, men det å arbeide utenfor systemet er heller ingen farbar vei, i hvert fall ikke for små nasjoner.

Konsekvensene av de nye omgivelsene for den økonomiske politikken og for utformingen av næringslivets rammevilkår kan etter min mening oppsummeres i to stikkord: stabilitet og omstillingsevne.

Norske myndigheter må gi næringslivet rammevilkår som gjør det mulig å tilpasse seg globaliseringen og møte den internasjonale konkurransen om kapitalen. Det setter krav til *stabilitet og troverdighet* i utformingen av disse rammevilkårene, og det setter grenser for hvilke kostnader vi kan belaste næringslivet - blant annet med hensyn til skattebyrde og administrative kostnader. Gjennom den økonomiske politikken kan myndighetene også bidra til en stabil økonomisk utvikling, slik at vi unngår store makroøkonomiske ubalanser og nye kriser i den finansielle sektoren.

Kravet til *omstillingsevne* gjør seg gjeldende på mange områder av den økonomiske politikken. Omskifteligheten i markedene og i verdensøkonomien gjør for det første at vi må være forberedt på plutselige og uventede endringer i våre omgivelser - endringer som kan gjøre det nødvendig å forandre større eller mindre deler av den økonomiske politikken. En politikk som virker utmerket i en periode, behøver ikke være riktig medisin i neste omgang. For det andre må den delen av den økonomiske politikken som særlig påvirker næringslivets rammevilkår - strukturpolitikken - rettes inn mot at også næringslivet raskt kan omstille seg og møte nye utfordringer.

Stabiliseringspolitikken under press

Endringene i verdensøkonomien har blant annet stor betydning for utøvelsen av penge- og valutapolitikken. Fra et system med politisk fastsatte valutakurser, små kapitalbevegelser og politisk styrte renter, har vi gradvis kommet over i en situasjon med store kapitalbevegelser, mer ustabile forhold i valutamarkedet og et rentenivå som i stor grad er påvirket av rentene og markedsforholdene internasjonalt.

I Norge har vi et system der Norges Bank søker å holde en stabil valutakurs, med den følge at rentenivået må tilpasses slik at valutamarkedet er i balanse. For Norges del innebærer dette - i grove trekk - at rentenivået i Norge i det store og hele blir fastsatt i Frankfurt, ut fra de hensyn som tyske pengepolitiske myndigheter velger å legge vekt på.

Det tør være vel kjent i denne forsamlingen at våre politiske myndigheter og Norges Bank har et noe ulikt syn på spørsmålet om hvordan pengepolitikken bør innrettes i dagens situasjon. Norges Bank har ikke endret sin vurdering siden i fjor høst, da banken gav en utførlig begrunnelse for sitt syn til Regjeringen.

Jeg vil imidlertid understreke at Norges Bank tar myndighetenes syn til etterretning, og banken følger lojalt opp retningslinjene for pengepolitikken slik de er fastsatt av de politiske myndighetene. Jeg har derfor heller ikke tenkt å gjøre dette til noe tema her i kveld. Jeg finner det likevel nødvendig kort å minne om hvilke konsekvenser valget i pengepolitikken har.

Når myndighetene velger å bruke renten til å stabilisere valutakursen, står finanspolitikken igjen som det eneste egentlige virkemiddelet i stabiliseringspolitikken. I et system med stabil valutakurs blir det derfor helt avgjørende at myndighetene faktisk makter å gjennomføre finanspolitikken på en slik måte at det ikke oppstår store og uønskede konjunkturbevegelser i økonomien.

Samtidig kan det være krevende å forene stabiliseringspolitiske hensyn med alle de andre hensynene som må tas i finanspolitikken.

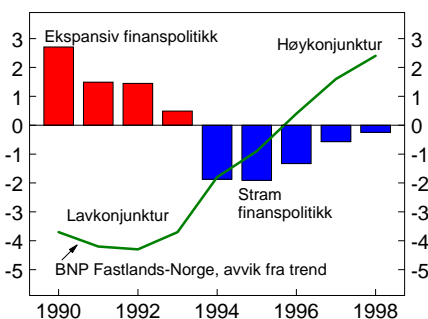
Dette problemet har etter mitt syn kommet klarere til uttrykk det siste året enn tidligere i denne høykonjunktoren. I den konkrete utformingen av finanspolitikken har budsjettene for 1997 og 1998 gjennomgående medført en tilnærmet nøytral finanspolitikk, til tross for at høykonjunktoren er i ferd med å nå toppen. Samtidig virker altså pengepolitikken ekspansivt, på grunn av de rådende forholdene i penge- og valutamarkedet.

Vi kommer med andre ord ikke utenom at *verken* pengepolitikken eller finanspolitikken for øyeblikket synes å bidra til å stabilisere den økonomiske utviklingen i Norge.

I denne situasjonen synes de politiske myndigheter å legge mye av ansvaret for stabiliteten i økonomien på partene i inntektsoppkjørene. Dette er etter mitt syn - og med all respekt for partene - et ansvar som går ut over de muligheter og virkemidler som partene faktisk rår over. Det er derfor klare begrensninger for hva vi med rimelighet må kunne vente at inntektspolitikken kan håndtere.

Alt i alt synes det å ha formodningen mot seg at vi vil makte å styre konjunktorene slik at vi unngår et omslag om noen år. Vi må i hvert fall være forberedt på at høykonjunktoren først skyter ytterligere fart, for deretter å bremse opp på grunn av begrensninger på tilbudssiden i økonomien - først og fremst i arbeidsmarkedet. De anslag Norges Bank har utarbeidet, kan tyde på at dette konjunkturomslaget kan bli markert. Som jeg var inne på innledningsvis, kan vi heller ikke utelukke at kapitalmarkedene vil reagere på en slik situasjon, og i så fall også forsterke omslaget - slik vi har sett disse markedene reagere tidligere, både på situasjonen i Norge og i andre europeiske

Figur 5. Finanspolitikk og konjunkturer. Prosent. 1990-1998



Konjunkturutviklingen er illustrert ved det såkalte produksjonsgapet, som viser forskjellen i prosent mellom faktisk og trendmessig BNP for Fastlands-Norge. Et positivt produksjonsgap innebærer at produksjonskapasiteten utnyttes mer enn det «trendmessige» nivået på BNP skulle tilsi. Stramheten i finanspolitikken er uttrykt ved endringen i det olje-, rente- og aktivitetskorrigerede overskuddet i statsbudsjettet, målt i prosent av BNP for Fastlands-Norge.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Finansdepartementet og Norges Bank

land tidlig i 90-årene, og nå sist på utviklingen i de asiatiske økonomiene.

Hvis den økonomiske politikken ikke kan levere den stabilitet vi egentlig alle ønsker, blir følgende spørsmål sentralt: Er norsk økonomi - vårt næringsliv og våre husholdninger - i dag bedre rustet til å tåle et konjunkturomslag enn i slutten av 1980-årene?

Igen er dette etter mitt syn et spørsmål om stabilitet og omstillingsevne. De grunnleggende forutsetningene for at vi skal komme oss oppreist gjennom et slikt omslag vil være at underliggende strukturer er tilstrekkelig stabile. Det fordrer i neste omgang at økonomien ikke svikter under vekten av konjunkturomslaget - og at næringslivet er tilstrekkelig omstillingsdyktig til raskt å møte de endrede rammevilkårene.

For å si det forsiktig, er jo dette temmelig omfattende temaer. Det finnes neppe noe entydig svar på hva som skal til for at økonomien skal ha de ønskede egenskapene. For å gjøre oppgaven litt enklere - og uten å påstå at jeg med det har gitt en uttømmende drøfting - vil jeg i det følgende konsentrere meg om to momenter jeg tror kan bli utslagsgivende:

- Jeg vil for det første hevde at stabiliteten i økonomien i stor grad vil avhenge av en tilstrekkelig *finansiell soliditet* - i næringslivet generelt og i den finansielle sektoren spesielt. Uten en slik soliditet vil det lett kunne oppstå domino-effekter av den typen vi nylig har sett i Asia - og slik vi selv opplevde tidlig i 1990-årene - der konkurser i enkelte bedrifter og sektorer raskt smittet over på andre deler av økonomien. Blant annet i lys av utviklingen i Asia tror jeg dessuten at særlig soliditeten i finanssektoren vil være avgjørende for hvor kraftig de internasjonale markedene reagerer, og dermed også for hvor kraftig omslaget behøver å bli.
- For det andre vil jeg hevde at omstillingsevnen i næringslivet i stor grad vil avhenge av at vi fortsatt kan sørge for en rimelig effektiv allokering av *kapitalen*. Vi vil være avhengige av at de investeringene vi foretar, er solid fundert og har så høy lønnsomhet at de lar seg forsvare også i dårlige tider. I tillegg er det jo de nye investeringene, den nye kapitalen, som i neste omgang skal sørge for vekst. I lys av de endringene jeg har forsøkt å belyse tidligere - med sterk konkurranse om kapitalen og økte avkastningskrav over landegrensene - vil jeg også argumentere for at selve organiseringen av kapitalmarkedet kan bli utslagsgivende. Ikke minst er det etter min mening nødvendig å fokusere på betydningen av forholdene på eiersiden i næringslivet og i finanssektoren, herunder statens eierrolle.

Finansiell soliditet

Finanskrisen i Asia og vår egen bankkrise illustrerer den nære sammenhengen mellom stabiliteten i finansiell sektor, hendelser i valutamarkedene og den økonomiske politikken og utviklingen innenlands. Samlet sett viser våre og andres erfaringer gjennom de siste ti årene at en finansiell sektor med tilstrekkelig styrke og soliditet er nødvendig dersom vi skal komme gjennom den neste runden av konjunkturomslag og valutauro uten for store vanskeligheter.

Et grunnleggende problem for myndighetene i reguleringen av det finansielle systemet, er hvilke mekanismer vi egentlig har for å sikre at finanssektorens disposisjoner ikke leder oss, som samfunn, til å ta for stor risiko.

Det er flere grunner til at isolert sett fornuftige beslutninger i den enkelte institusjon kan bidra til å svekke stabiliteten i det finansielle systemet som helhet. En mulig årsak kan være at en enkelt bank bare er opptatt av den risiko banken selv påføres, og ikke den risiko den indirekte påfører andre. Denne *systemrisikoen* henger sammen med blant annet interaksjonen med de internasjonale finansmarkedene og de norske bankenes gjensidige avhengighet av hverandre i det norske kredittmarkedet. Eksempelvis vil en norsk banks kredittverdighet i utlandet ikke bare avhenge av bankens egen stilling, men også av hvordan soliditeten i hele det norske banksystemet vurderes. Vi har tidligere erfart at ved uro i deler av finansmarkedet, vanskeliggjøres eller endog forsvinner utenlandsfinansieringen også for de institusjonene som i utgangspunktet ikke hadde likviditets- eller soliditetsproblemer. Det kan dermed oppstå en risiko for det finansielle systemet som sådant, knyttet til hvordan enkeltbanker drives. Dette har nok også vært et vesentlig element ved flere kriser internasjonalt, nå sist i Asia.

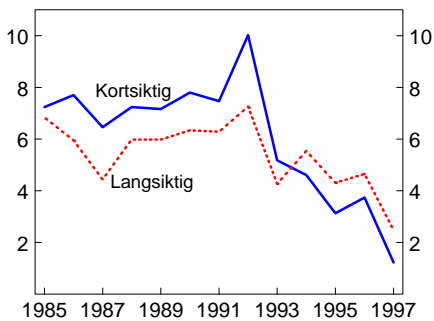
Som i de aller fleste andre vestlige land har vi i Norge et bredt sett av reguleringer som skal ivareta disse og andre typer risiki som ellers kan tenkes å oppstå i finansnæringen. Et eksempel på en slik regulering er kravene til kapitaldekning, som skal sikre en viss soliditet i sektoren og dermed motvirke systemrisiko.

Jeg vil samtidig understreke at selv med det regelverk og tilsyn vi i dag har for næringen - og selv om både næringen og dens kunder i dag utvilsomt både har bedre soliditet og er langt mer opptatt av risikostyring og kontroll enn for ti år siden - kan vi ikke utelukke at det finansielle systemet igjen kan komme under press dersom situasjonen i økonomien forverres.

Forholdene i penge- og valutamarkedet tilsier for tiden at pengepolitikken i Norge må innrettes ekspansivt for å holde kronkursen stabil. Også i de fleste andre europeiske land er pengepolitikken relativt ekspansiv, men der er konjunktursituasjonen klart annerledes enn hos oss. Følgen av dette er at nivået på realrenten i Norge - målt som markedsrenter justert for inflasjonen - nå er i underkant av nivået midt på 1980-tallet.

Når vi ser bort fra risikopremier, vil investeringer for tiden

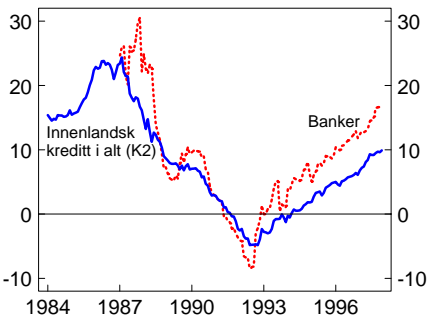
Figur 6. Realrenteutviklingen i Norge¹. Prosent. 1985-1997



¹ Tremåneders eurokronrente og femårs statsobligasjonsrente korrigert for veksten i konsumprisindeksen

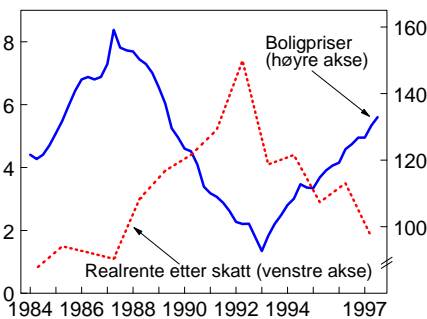
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 7. Utlånsvekst. Prosent.
Januar 1984 – desember 1997



Kilde: Norges Bank

Figur 8. Realrente etter skatt og realpris på bрутtoboliger. Prosent og indeks 1992 = 100. 1. kv. 1984 – 3. kv. 1997



Realrentene og bruttoboligprisene har over den siste tiårs-perioden vist en klar negativ samvariasjon. Siden 1993 har boligprisene reelt steget med over 40 prosent, mens realrenten etter skatt har falt fra vel 7 prosent i slutten av 1992 til 2 prosent i 1997.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, ECON og Norges Bank

kunne anses lønnsomme med en avkastning ned mot 2-3 prosent. I lys av de svingninger vi hittil har sett i rentene - som altså kan gjenta seg - er det grunn til å spørre hvordan en slik avkastning på marginale investeringer ville slå ut for soliditeten i næringslivet, i hvert fall om slike investeringer skulle forekomme i stort omfang.

Med dette lave rentenivået har vi da også sett en høy vekst i kredittetterspørselen. Vi må anta at eventuelle fremtidige svingninger i rentenivået kan medføre at bankenes tap vil komme til å øke og at deler av næringslivet igjen kan få problemer med sin gjeldsbyrde.

Med en såvidt sterk utlånsvekst kan det ikke utelukkes at flere av bankenes utlånsporteføljer er blitt mer risikoutsatte. Samtidig har ekspansjonen de siste to årene ledet til en viss svekkelse av bankenes kapitaldekning. Dette er litt paradoksalt, ettersom vi normalt ville vente at det er i gode tider at inntusjonene skal kunne styrke soliditeten.

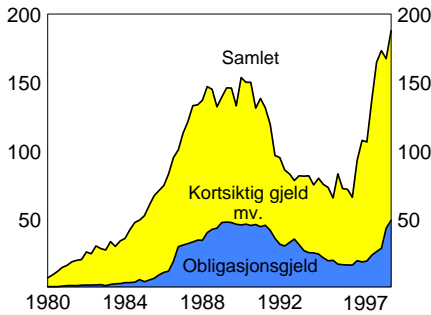
Den lave renten og økt tapsrisiko må også ses i sammenheng med utviklingen i eiendomsmarkedet. Som følge av økende etterspørsel og rimelig kreditt har boligprisene steget reelt med over 40 prosent siden bunnpunktet i 1993, og realprisen på bolig nærmer seg nå høydene fra 1980-årene. Prisveksten på forretningseiendommer har også vært meget sterk. I lys av de betydelige svingningene vi har sett tidligere, er det vel grunn til å anta at et eventuelt omslag i økonomien igjen vil føre til fall i eiendomsverdiene. Deler av den prisrisiko dette innebærer, må antas å falle på bankene gjennom de utlån som er pantesikret i fast eiendom.

Et utviklingstrekk det er grunn til å feste seg ved, er at en betydelig del av veksten i bankenes utlån nå finansieres i utlandet. Samlet utenlandsfinansiering utgjorde ved utgangen av november i fjor nærmere 190 milliarder kroner. Det betyr at denne typen finansiering har økt med om lag 120 milliarder over de siste to årene. Den kraftige veksten i utenlandsfinansieringen henger i noen grad sammen med at bankene har fått oppgradert sin kredittverdighet hos utenlandske rating-byråer, og dermed oppnår rimeligere finansiering i obligasjonsmarkedene internasjonalt. Men som vi ser av figur 9, utgjør finansiering gjennom slike obligasjoner en mindre del av veksten i den samlede utenlandsgjelden. Med andre ord er en betydelig del av utenlandsfinansieringen - rundt tre fjerdedeler - kortsiktig.

Jeg vil legge til at bankene normalt sikrer denne type opplåning mot valutarisiko gjennom transaksjoner blant annet i terminmarkedene, slik at bankenes valuta-eksponering ikke øker. Videre oppfylder den norske finanssektoren de internasjonale og nasjonale kravene til soliditet, og det er betydelige overskudd i den norske banknæringen. Jeg vil likevel hevde at flere av de utviklingstrekkene vi ser, peker i feil retning. Hvis retningen ikke endres, kan det på ikke alt for lang sikt være grunn til bekymring.

Faren ved en stor kortsiktig finansiering i utlandet er at fi-

Figur 9. Bankenes utenlandsfinansiering. Milliarder kroner. 1. kv. 1980 – 4. kv. 1997



Kilde: Norges Bank

nanssektoren samlet sett - som system og over tid - kan utsette seg for en betydelig likviditetsrisiko. Dersom kredittilgangen fra utlandet plutselig skulle stoppe opp eller reverseres - for eksempel i forbindelse med et økonomisk tilbakeslag eller sviktende tillit til vår valuta - vil slik finansiering kunne avstedkomme betydelige betalingsproblemer, slik vi blant annet har sett i Asia.

Denne problemstillingen er velkjent, ettersom vi opplevde nettopp denne typen problemer under bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet. Hvis bankene nok en gang skulle oppleve at tilgangen på finansiering i utlandet begrenses, vil de således måtte regne med å stå overfor betydelige utfordringer. Forrige gang måtte Norges Bank tre støttende til med betydelig finansiering av banksystemet. Jeg vil advare mot å basere seg på at dette vil skje på samme måte dersom liknende problemer igjen skulle inntreffe.

Bankresultatene som nylig er fremlagt, viser god avkastning på egenkapitalen. Dette skyldes imidlertid i stor grad svært lave tap. Inntjeningen er ikke god nok til at bankene vil klare å opprettholde kapitaldekningen, i hvert fall ikke ved en videreføring av den nåværende utlånsveksten. Etter hvert som vi får en normalisering av tapssituasjonen, og for en del banker også av skatteposisjonen, må det derfor antas at inntjeningen vil falle.

Soliditet og strukturpolitikk henger sammen

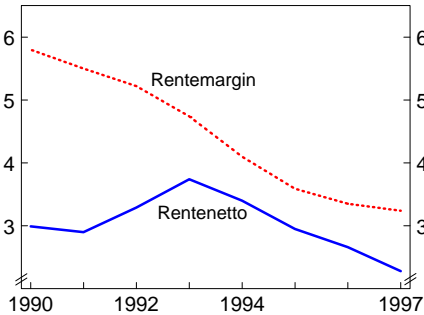
Et spørsmål som naturlig melder seg, er om myndighetene bør foreta seg noe - og eventuelt hva - for å bedre bankenes langsiktige inntjeningsevne og soliditet.

Et alternativ kunne være å skjerpe kapitaldekningskravene for institusjonene. Vi må imidlertid huske på at norske enheter i stadig sterkere grad konkurrerer med utenlandske enheter, og at en slik særnorsk styrking av kravene på sikt vil kunne svekke deres inntjening. Skjerpede kapitaldekningskrav kan dermed være et tve-egget sverd. På den ene siden vil slike krav over tid med nødvendighet styrke soliditeten i de eksisterende norske banker. Men slike krav vil på den andre siden også føre til ujevne konkurransevilkår og kanskje økte markedsandeler for utenlandske institusjoner, som ikke er pålagt like strenge krav. Redusert konkurransevne for norske institusjoner kan føre til redusert inntjening og dermed svekket evne til å styrke soliditeten med egne midler.

Kredittilsynet har i en nylig offentliggjort rapport vurdert et skjerpet krav til kjernekapital for finansinstitusjonene. Tilsynet konkluderer med at det foreløpig ikke er tilstrekkelig grunnlag for å tilrå et så sterkt tiltak.

For å sikre soliditeten i norske banker over tid, er det etter min oppfatning nødvendig at rammevilkårene utformes slik at de norske bankene kan møte sine internasjonale konkurrenter på mest mulig like vilkår. Utøvelsen av myndighetenes strukturpolitikk overfor næringen er av stor betydning for den lang-

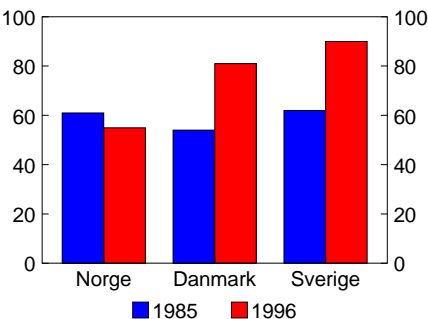
Figur 10. Bankenes rentemargin og rentenetto¹. Prosentpoeng og prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital 1970–1997



¹ Bankenes rentenetto er uttrykk for bankenes netto renteinntekter som andel av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

Kilde: Norges Bank

Figur 11. Konsentrasjon i banksektoren. Markedsandel (utlån) fem største banker



Kilde: Norges Bank og Finlands Bank

siktige utviklingen i konkurransesituasjonen, og dermed også for inntjeningsmulighetene og soliditeten i næringen. I denne sammenhengen må myndighetene etter min mening også vurdere mulige konsekvenser av statlig eierskap.

Åpningen av det norske bankmarkedet mot utenlandske institusjoner har, sammen med internasjonaliseringen av næringslivet, ført til økt konkurranse fra utlandet, men også økte krav til avkastning gjennom aksje- og obligasjonsmarkedet. Utviklingen mot større internasjonal konkurranse fører med seg gevinster som følge av bedre allokering av kapitalen over landegrensene, og dermed gjennomgående også mer produktive investeringer. Dette er - som jeg var inne på tidligere - gevinster som Norge kan ha stor nytte av. For den norske finansnæringen innebærer imidlertid utviklingen også betydelige utfordringer.

En av disse utfordringene er at konkurransen synes å bidra til redusert inntjeningssevne. Rentemarginen - som er bankenes viktigste inntektskilde - har falt betydelig gjennom de siste ti årene. Det er også en klar tendens til at bankenes netto renteinntekter faller, målt som andel av forvaltningskapitalen. Begge deler indikerer tiltakende konkurranse på innskudds- og utlånsmarkedet. Det er ikke noe som tyder på at intensiteten i konkurransen vil reduseres de nærmeste årene, snarere tvert om.

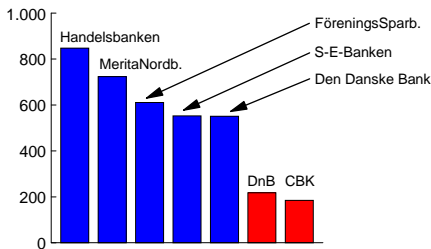
En mulig forklaring på dette er at *stordriftsfordelene* i næringen kan ha økt. Tettere integrasjon og ny informasjonsteknologi gjør det mulig å masseprodusere finansielle tjenester på en helt annen måte enn tidligere, og moderne kommunikasjoner gjør det mulig å distribuere disse tjenestene langt billigere. Utviklingskostnadene for slike systemer kan imidlertid være meget store, og dette kan gi opphav til stordriftsfordeler.

Ulike mål for markedskonsentrasjon tyder på at det norske bankmarkedet er forholdsvis lite konsentrert, og betydelig mindre konsentrert enn markedene i de øvrige nordiske land. Mens konsentrasjonen i det norske markedet ikke er vesentlig endret over de siste ti årene, har konsentrasjonen i de øvrige nordiske markedene økt betraktelig, blant annet som følge av restruktureringen av sektoren etter bankkrisene tidligere på 1990-tallet.

Den norske banksektoren er fortsatt preget av mange og i hovedsak små enheter. De to største norske bankene blir små når vi sammenlikner med andre nordiske finansinstitusjoner.

Vi har klare indikasjoner på at norske banker kan håndtere en større kundemasse enn i dag uten å øke ressursbruken, og den teknologiske og markedsmessige utviklingen kan forsterke denne tendensen fremover. I andre næringer ville en slik overkapasitet - via svekket lønnsomhet - medført tilpasninger gjennom avskalling av de minst lønnsomme bedriftene. Dermed ville kapasiteten på noe sikt bli tilpasset markedsforholdene i næringen som helhet. På grunn av eierforhold og reguleringsystem har slike avskallingsmekanismer imidlertid ikke samme rolle i bankvesenet. Dette gjør nær-

Figur 12. Forvaltningskapital i utvalgte nordiske bankkonsern. Milliarder kroner. Pr. 30. juni 1997



Kilde: Konsernene pr. 30.6.97

ringen utsatt for langvarig overkapasitet og svekket lønnsomhet. Samtidig gir utviklingen blant annet i lønnsomhet og likvidetsrisiko grunn til en viss uro over den langsiktige stabiliteten i vårt finansielle system.

Utfordringen for myndighetene ligger i å oppnå en utvikling hvor konkurransen er tilstrekkelig høy til å sikre et effektivt marked, samtidig som kapasiteten tilpasses og stabiliteten i systemet sikres. Bildet av et bankmarked preget av stadig tiltakende konkurranse, kombinert med en relativt lav konsentrasjon, indikerer etter min oppfatning at det er rom for større konsentrasjon, uten at konkurransen av den grunn vil bli svakere enn i dag.

Antall bank - og i hvilken by hovedkontorene til disse bankene skal ligge - har vært sentrale problemstillinger i den norske strukturdebatten. At blant annet internasjonaliseringen og den teknologiske utviklingen tilsier betydelige strukturerendringer og en mye sterkere konkurranse, har på langt nær vært tillagt like stor vekt. I våre nærmeste naboland og i en rekke andre land hvor bankstrukturen nå gjennomgår store endringer, foregår strukturdebatten på helt andre premisser. De største nordiske bankene har erklært Norden som hjemmemarked, og de har etablert seg i Norge.

Jeg vil også minne om at det om et års tid høyst sannsynlig vil være etablert et utvidet finansielt system på kontinentet, der finansinstitusjonene i prinsippet vil konkurrere på ett stort europeisk marked med felles valuta og et samlet europeisk betalingssystem. Det vil sannsynligvis også utvikles dype og store markeder for blant annet verdipapirer i euro. Det er - mildt sagt - ingen grunn til å tro at denne utviklingen vil redusere stordriftsfordelene eller tendensene til økt konsentrasjon i den europeiske finanssektoren. Dette vil berøre også den norske finanssektoren.

Jeg drister meg til å hevde at den norske debatten om strukturen i finansnæringen i dette perspektivet fremstår som nokså innadvendt og lite fremoverskuende.

Jeg var innledningsvis opptatt av hvilke fordeler vi som nasjon har hatt av at kapitalmarkedene er blitt mer effektive, og at mye kan tyde på at dette også har gitt oss mer produktive investeringer i 1990-årene enn i 1980-årene. Jeg vil på denne bakgrunn understreke at oppkjøp og fusjoner også i banknæringen høyst sannsynlig er nødvendig og ønskelig - og tvunget fram av dype strukturelle endringer både i næringen selv og i de internasjonale kapitalmarkedene.

Strengt skjønn fra myndighetene ved fusjoner og oppkjøp kan medføre at det ikke vil være mulig å få gjennomført nødvendige strukturerendringer. En slik utvikling kan bidra til å sementere strukturen og bevare overkapasitet i næringen, og den kan på lang sikt dermed også svekke stabiliteten i det finansielle systemet. Etter mitt syn bør myndighetene derfor være tilbakeholdne med å hindre strukturerendringer og andre tilpasninger som næringen selv måtte finne hensiktsmessige.

Strukturpolitikk og statlig eierskap

Den potensielle mulighet for oppkjøp og avskalling er et viktig instrument i alt næringsliv for å sikre lønnsom drift og tilpasse seg endringer i underliggende strukturelle forhold. Deres myndighetene mener det er i deres interesse, kan en stor statlig eier hindre nødvendige omstillinger nettopp ved å beskytte den eksisterende struktur i banknæringen mot oppkjøp. Dette behøver ikke en gang være et resultat av en aktiv politikk. Så lenge staten ønsker å sitte som en dominerende eier i en bank, kan denne posisjonen i seg selv virke avskrekkende overfor potensielle kjøpere, spesielt når en ser dette eierskapet i sammenheng med de øvrige eierbegrensingsreglene i næringen.

For meg synes myndighetenes *fremste* oppgave å være å sørge for mest mulig rimelige og sikre finansielle tjenester til publikum gjennom en reell og åpen konkurranse, samtidig som institusjonene må være solide for å kunne stå imot konjunktursvingningene i fremtiden. Dette er oppgaver som kan ivaretas innenfor de tradisjonelle myndighetsfunksjoner - som lovgiver, konsesjonsmyndighet og tilsyn.

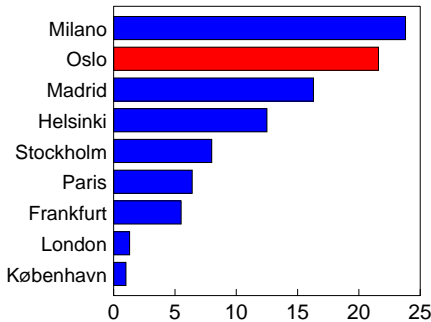
Derimot mener jeg det kan reises betydelige innvendinger, dersom rollen som eier utnyttes for å tilgodese særlige hensyn i utøvelsen av myndighetenes strukturpolitikk. På bakgrunn av den utviklingen vi ser i finanssektoren og en økende risiko for finansiell ustabilitet som følge av denne utviklingen, ville det etter min oppfatning være spesielt uheldig dersom statens eierskap i for stor grad rettes inn mot å bevare den eksisterende strukturen i næringen. En profesjonell eier har også det å selge seg ut som et alternativ.

Det offentlige engasjement på eiersiden i norsk næringsliv er som kjent ikke begrenset til finansnæringen. Blant annet er Folketrygdfondet en stor offentlig eier i mange av selskapene på Oslo Børs, og staten er direkte engasjert i noen store børsnoterte selskaper. I tillegg kommer større og mindre heleide offentlige virksomheter som ikke børsnoteres, herunder blant andre Statoil, Telenor og statsbankene.

Jeg tror ikke jeg tar munnen for full når jeg sier at mange andre vestlige land har et vesentlig lavere statlig engasjement på eiersiden i næringslivet. Nå har salg av bankaksjer og en rekke emisjoner i privateide selskaper ført til en nedgang i offentlig eierskap de senere årene, etter den perioden som er angitt i figur 13. Men fortsatt er det offentlige en mer dominerende eier på Oslo Børs enn den var på midten av 1980-tallet.

Det er vanskelig å vurdere markedsverdien av de statseide institusjoner som ikke børsnoteres, men det ville ikke overraske meg om statens samlede eierskap selv ved relativt nøkterne verdianslag kunne komme opp i en fjerdedel av den samlede verdien av næringslivet. Det hører også med i dette bildet at det offentlige gjennom sine budsjetter har direkte beslutningsmyndighet over den delen av investeringene - rundt regnet 20 prosent - som foretas i offentlig sektor. Samlet sett har det offentlige altså innflytelse enten direkte eller gjennom

Figur 13. Offentlig eierskap. Prosent av børsenes totale markedsverdier. 1992-94



Kilde: Oslo Børs

sine eierinteresser over - meget løselig anslått - rundt 40 prosent av den kapitalen som årlig allokeres her i landet.

Denne utviklingen har flere sider, og langt fra alle er nødvendigvis negative. Når jeg likevel tar opp dette, er det for å knytte an til et tema som har opptatt mye av tiden her i kveld, nemlig hvilke konsekvenser det offentliges eierengasjement kan ha for *omstillingsevnen* i næringslivet.

I lys av de store endringer som har skjedd i kapitalmarkedene, av det klima som nå råder i konkurransen om kapitalen internasjonalt, og ikke minst i lys av de betydelige utfordringene vi står overfor i den langsiktige utformingen av finanspolitikken, vil jeg reise spørsmålet om utformingen av det statlige engasjementet i næringslivet er tilstrekkelig fremtidsrettet.

Det må være helt legitimt at staten går inn på eiersiden i enkeltbedrifter når spesielle grunner taler for det. Min bekymring gjelder ikke at staten har et slikt engasjement. Det jeg derimot vil fokusere på, er den betydning det store *samlede* statlige eierengasjement kan ha for effektiviteten i vårt kapitalmarked, og dermed også for vår omstillingsevne på lang sikt. Det er med andre ord et spørsmål om balanse, snarere enn et «enten-eller». Men jeg må legge til at det av og til kan være vanskelig å se de spesielle grunner som skulle tale for et sterkt statlig engasjement.

Spørsmålet som må stilles når staten engasjerer seg tungt på eiersiden i næringslivet, er hvordan dette engasjementet *over tid påvirker fordelingen av kapital mellom ulike næringer og bedrifter*. Når staten eller det offentlige går inn som eier - og dermed i sin styring av kapitalen påtar seg å velge mellom ulike investeringsprosjekter - pådrar den seg samtidig en todelte risiko: På den ene siden kan en investor risikere å bli for kortsiktig - å fokusere for mye på kortsiktig avkastning i forhold til langsiktige behov for soliditet og tilførsel av kapital til nye lønnsomme prosjekter. På den andre siden kan en investor også risikere å bli for langsiktig - å unnlate å stille tilstrekkelige avkastningskrav og dermed ikke gi tilstrekkelige signaler til omstilling og effektiv drift.

På denne bakgrunn mener jeg det er berettiget å stille følgende spørsmål: Har vi etablert tilstrekkelig robuste beslutningsmekanismer og institusjoner, slik at vi kan være rimelig overbeviste om at statens engasjement ikke fører til en vridning av investeringene vekk fra de mest lønnsomme prosjektene? Eller er det slik at staten på den ene eller andre måten forskyver balansen i kapitalmarkedet gjennom utøvelsen av sine eierinteresser? Og om så er tilfelle, er vi rimelig trygge på at den delen av kapitalinnsatsen som nødvendigvis må skje gjennom beslutninger fattet av myndighetene, til enhver tid ivaretar hensynet til langsiktig lønnsomhet, og derved sikrer næringslivet den omstillingsevne som er nødvendig?

Internasjonalt er det nå en bred og økende erkjennelse av at et system med omfattende allokering av kapital over offentlige budsjetter, blant annet gjennom statlig eierskap, kan ha

negative virkninger for omstillingsevne og vekstpotensiale. I lys av dette har det over hele verden pågått en overgang til mer markedsbaserte løsninger.

Jeg mener at også våre egne erfaringer med en betydelig politisk styring av kapitaltilførselen, slik vi hadde gjennom markedsreguleringene og betydelig satsing på statlig industri i 1960- og 70-årene, ikke taler for en gjentakelse av slike eksperimenter. Her bør nok politikernes ønske om kontroll og styring parres med en god porsjon ydmykhet med hensyn til myndighetenes evne til å foreta den riktige utvelgelse i det lange løp.

Avslutning

Hvis jeg skal trekke fram en felles lærdom som etter min mening følger av de erfaringene globaliseringen av verdensøkonomien har gitt oss det siste ti-året, må det bli dette: I en verden preget av store og plutselige kapitalbevegelser - av konkurranse om og mer effektiv utnyttelse av kapitalen - må den økonomiske politikken i økende grad utformes med tanke på morgendagens, og ikke dagens, virkelighet. I en omskiftelig verden må vi venne oss til å leve med sjokk og uro i det økonomiske systemet. Det betyr at vi må utforme den økonomiske politikken med sikte på å styrke *stabiliteten* i økonomien, men samtidig være forberedt på sjokk og omstillinger. Derfor må også en del av den økonomiske politikken være fokusert på å bedre *omstillingsevnen* i vår økonomi, og sikre at næringslivet er tilstrekkelig robust til å komme over de sjokk og kriser vi måtte bli rammet av.

Jeg startet dette foredraget med å si at jeg håpet å bidra til en debatt om hvordan en slik politikk bør utformes. Jeg har pekt på noen faktorer som jeg mener blir sentrale - soliditeten i det finansielle systemet og strukturpolitikken. I tillegg kan det nok være grunn til å drøfte statens eierrolle nærmere. Vår evne - og kanskje vår vilje - til å organisere oss slik at vi fortsatt har et rimelig velfungerende kapitalmarked kan dessuten bli avgjørende for hvordan vi makter de omstillinger vi vet må komme.

Det kan vel hende at noen av mine utsagn kan oppfattes som kontroversielle. I så fall har jeg lykkes i mitt forsett om å fremme debatten.