

## Kåseri i Norske Selskab

26. februar 2013

Adm. direktør Idar Kreutzer

Finans Norge

### Innledning

Jeg vil først takke for invitasjonen. Møteledelsen fortjener ros for sitt mot ved valg av tema for kveldens kåseri. Det å snakke lett, med snert, til en godt bespist forsamling kresne herrer om et såpass tørt tema som boligbobler og bankregulering er ingen oppgave man skal kimse av. Men, jeg har gledet meg til å prate om et tema jeg er opptatt av, som angår oss alle, og som vil kunne bli mye diskutert i tiden frem mot årets stortingsvalg.

Store endringer i formuespriser, som boligprisene, henger typisk sammen med at økonomien utsettes for forstyrrelser, det økonomene kaller for sjokk. Norsk økonomi har blitt truffet av sjokk tidligere, og det vil skje igjen. Da er det viktig å innrette økonomien slik at man er best mulig stilt når forstyrrelsene kommer. Spørsmålet er om vi gjør dette på en god nok måte. Her er det også mye lærdom å hente fra historien. La oss starte med begynnelsen:



Semper Augustus

## Tulipanmanien [Bilde 1]

Den første prisboblen vi kjenner til, er den såkalte Tulipanmanien i Nederland i 1630-årene. Tulipanen kom til Europa fra det Ottomanske riket på 1500-tallet, og viste seg lett å dyrke i Nederland. Blomsten ble raskt et ettertraktet luksusgode og et statussymbol, og ble etterspurt i flere europeiske land. I Nederland ble derfor tulipandyrking svært lønnsomt, og etter hvert skal spekulanter ha kommet inn i dette markedet. Det oppsto faktisk et marked der man kunne kjøpe kontrakter om fremtidig levering av tulipaner. Og med spekulantenes inntog, ble kontraktene kjøpt i den hensikt å selge verdipapiret med gevinst kort tid etterpå.

Rett før boblen sprakk ved årskiftet 1636/37, skal prisen på en enkelt "viceroy-løk" angivelig ha tilsvart den samlede kostnaden ved å kjøpe: to laster hvete, fire laster rug, fire fete okser, åtte fete svin, tolv fete sauer, to oksehoder med vin, 4000 liter øl, to tonn smør, 450 kilo med ost, en seng, et sett klær og et sølvbeger. Ifølge den britiske journalisten Charles Mackay, som levde på 1800-tallet, skal det på et tidspunkt ha blitt tilbudt 5 hektar land for en tulipanløk av den antatt mest ekstraordinære tulipanen *Semper Augustus*, som dere ser her.

Datagrunnlaget fra 1600-tallet er begrenset, så det er krevende å verifisere de historiske kilder, men det er ganske bred enighet om at tulipanprisene kom opp på et svært høyt nivå. Eftervirkningene av krakket skal ha gitt en stagnasjonsperiode som varte i flere år.

## Boligmarkedet

Det som skjedde i Nederland på 1600-tallet, og som definerer en prisboble, er at forventninger om videre prisvekst ble styrende for etterspørselen. Etterspørselen ble i realiteten frikoblet fra grunnleggende drivkrefter.

Hvordan står det så til med det norske boligmarkedet? Det som i hvert fall kjennetegner nordmenn er at vi gjerne har et nært forhold til boligen vår. Det har naturligvis opprinnelig med klima å gjøre. En god og hensiktsmessig bolig var en forutsetning for å overleve i vår del av verden. Også i rettslig forstand har boligen og hjemmet en særstilling. Den engelske juristen Edward Coke sier i sine *Institutes of the Laws of England* i 1628: *For a man's house is his castle*. Uttrykket peker på rettsgrunnsetningen om hjemmets ukrenkelighet.

I dag er det cirka 8 av 10 nordmenn som eier sin egen bolig, mot 6 av 10 svensker og dansker. I de senere år har vi i snitt pusset opp for 60 milliarder kroner i året, dobbelt så mye som gjennomsnittet av Europa når vi regner per innbygger. Vi har nær 418 000 fritidsboliger. Og nordmenn sparer som kjent i egen bolig. Boligformuen er fortsatt større enn oljefondet, 4500 milliarder kroner i boligformue mot i underkant av 4000 milliarder i oljefondet. Hvis boligprisene skulle falle, reduseres naturlig nok boligformuen.

I USA, hvor finanskrisen hadde sitt utspring, har en opplevd et kraftig fall i boligprisene. Norge erfarte også et fall i 2007 og 2008, men boligprisene har siden økt. Mange økonomer sammenlikner boligprisutviklingen i USA med Norge, der budskapet er at vi har en kraftig korreksjon i vente. Det kan ikke utelukkes. Men det er viktige forskjeller mellom Norge og USA.

Norske husholdninger har gjennom mange år sett en kraftig økning i sine inntekter, og mye av dette har blitt benyttet til boligkonsum. Den gjennomsnittlige amerikanske husholdningen har i en svært lang periode i realiteten ikke erfart realinntektsvekt. Inntektsveksten i det amerikanske samfunnet har kommet de få til gode. Det som særlig kjennetegnet det amerikanske boligmarkedet tidligere på 2000-tallet, var at et stort antall husholdninger fikk boliglån, som de ikke var i stand til å betjene. Det er ikke situasjonen i Norge, i hvert fall ikke om man låner i en bank. Norske banker stiller strenge krav i sin utlånspraksis, og det er svært få husholdninger som misligholder sine boliglån. Dessuten, i Norge er det slik at det er høyinntektsgruppene som holder det meste av husholdningenes gjeld.

Et annet trekk ved land som har erfart betydelige boligprisfall, er en forutgående, kraftig aktivitetsøkning i byggebransjen. Målt ved boliginvesteringer i prosent av BNP, har for eksempel byggeaktiviteten i både Irland og Spania ligget langt over sitt historiske gjennomsnitt i en periode på 2000-tallet, før boligprisene falt. I Spania var byggeaktiviteten selve vekstmotoren i økonomien. Vi ser tegn til at byggeaktiviteten lå signifikant over snittet også i Danmark. Alle disse landene har opplevd store boligpriskorreksjoner.

Når vi betrakter norske boliginvesteringer i prosent av Fastlands-BNP, ser vi ikke det tilsvarende forløpet. Byggeaktiviteten ligger tvert imot temmelig nær gjennomsnittet, det er med andre ord ingen slående likhet med de nevnte landene. Samtidig har befolkningsveksten vært svært høy i Norge de senere årene, og selve

demografiaspektet i boliggetterspørselen kan ha blitt viktigere. Det er særlig innvandringen etter 2005 som har trukket opp befolkningsveksten. Vi ser derfor en mismatch mellom vekst i antall husholdninger og boligbyggingen. Og det ser ut til at det er i byene og byregionene at dette misforholdet er størst.

Men vi skal være ydmyke for at korreksjoner også kan komme i Norge. I boken *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, fra 2009, forteller økonomene Carmen Reinhart og Kenneth Rogoff at alle prisbobler har funnet sine "forklaringer" i samtiden. Men de tenker da først og fremst på at man må ty til nye forklaringsmodeller; man må lansere ideer om at det er selve virkemåten til økonomien som har endret seg – man må finne forklaringene i strukturelle endringer. Tradisjonelle eller kjente forklaringer, rammes ikke på samme måte av deres kritikk.

Spørsmålet er jo da om vi må lete etter nye forklaringer på det vi observerer av utvikling i boligpriser og gjeld. For Norges del, er svaret egentlig nei. Vi tror vi forstår godt hvorfor boligprisene er høye. Vi har: lav realrente etter skatt, sterk inntektsvekst, lav arbeidsledighet og ikke veldig høy boligbygging - gitt befolkningsveksten er den trolig for lav. Vi har også svært gunstig boligbeskatning. Disse faktorene forklarer den boligprisutviklingen vi har sett de senere årene.

Et viktig tilleggspoeng er at vi har relativt svak infrastruktur rundt pressområdene i Norge. Hvis infrastrukturen, særlig kollektivtransporten, var bedre, kunne den gitt mer avlastning, spredt veksteffektene og dempet prisutslagene i sentrale strøk.

Men det er klart at hvis de faktorene som gir inntektsvekst for norske husholdninger skulle snu, kan naturlig nok boligprisene falle selv om vi ikke har hatt noen prisboble i tradisjonell forstand. Økonomiske forstyrrelser har inntruffet tidligere, og de vil skje igjen. Det er samtidig ikke slik at det eneste alternativet til videre kraftig prisvekst er et stort fall. En mulighet er at vi kan se en ganske myk landing i boligmarkedet. Men for at dette skal skje, må vi innrette oss riktig.

Over tid blir boligprisene, gitt boliggetterspørselen, bestemt av de samlede, langsiktige kostnadene ved å bygge boliger. Utviklingen i langsiktige kostnader er derfor avgjørende for langsiktige boligpriser. Produktiviteten i byggebransjen har utviklet seg veldig svakt de siste 15-20 årene. Samtidig har tomteprisene økt kraftig. Svak produktivitetsutvikling i byggebransjen, og tomteknapphet i sentrale strøk og pressområder, tilsier at de samlede, reelle byggekostnadene øker noe over tid.

Dersom også boliggetterspørselen ikke skulle falle kraftig tilbake, men heller utvikle seg ganske stabilt, er mulighetene for en myk landing til stede. Gradvise endringer i pengepolitikken øker sannsynligheten for en stabil utvikling i boligmarkedet. Med en myk landing vil boligprisene etter hvert gå mer i takt med inntektsutviklingen i samfunnet forøvrig.

Norske banker må likevel være forberedt på korreksjoner og forstyrrelser, og må derfor holde buffere mot tap. For eksempel var flere banker i et av våre nærmeste naboland – der det heter at det er deilig å være norsk – ikke robuste nok når prisene på eiendom begynte å falle for noen få år siden.

### **Dansk bankkrise**

Det er flere danske banker som har gått overende, og i likhet med den norske bankkrisen fra 1988-1992/3, har store eksponeringer mot eiendomsmarkedet, kombinert med kraftig fall i eiendomspriser, vært en driver for bankavviklinger. En av bankene som har gått under er tradisjonsrike Roskilde Bank, etablert i 1884, og som før den kom i krise, var Danmarks 10. største bank.

Det var Roskilde Bank som var inspirasjon til fiktive Korsbæk Bank i den danske TV-serien Matador, som var en av Danmark Radios største suksesser, og som nok mange vil huske.

### **Kristianiakrakket**

Men også Norge har hatt sine bankkriser, og den første er kjent som Kristianiakrakket. Rundt midten av 1890-tallet falt gullprisene som følge av store gullfunn i Sør-Afrika. Mange av verdens sentralbanker, inkludert Norges Bank, regulerte seddelomløpet ut fra hvor stor gullbeholdning de hadde. Da gullprisene falt, økte sentralbankene gullbeholdningen. Dermed kom også mer penger i omløp, verdenshandelen økte og prisene tok seg opp. Høykonjunkturen kom også til Norge, og for landet vårt hadde det særlig stor betydning at trelastprisene og fraktratene steg. For Kristiania var det avgjørende, siden byen hadde høy konsentrasjon av rederkontorer og trelastforhandlere. Byen nøt også godt av at priser på en del andre varer, som fyrstikker og tremasse, økte.

Resultatet ble at en strøm av innflyttere kom til Kristiania, og befolkningen økte med godt over 40 000 nye innbyggere i en ganske liten by på tre år. Etter at han kom hjem fra Paris i 1898, skal visstnok Christian Krohg ha klaget: "Min dagligstue er blitt en huskestue". Han hadde bare vært borte et år, men skal ikke ha kjent seg igjen i bybildet. Byen ga altså arbeid, men ikke boliger. Dermed var det selvsagt noen som så avkastningsmuligheter i eiendomsmarkedet.

Byggeprosjektene dukket opp overalt, og det var en enorm etterspørsel etter byggematerialer. Byggesøknadene strømmet inn fra nystartede byggeselskaper, og det ene teglverket etter det andre ble etablert i hovedstaden.

Mesteparten av eiendomssatsingen ble organisert i aksjeselskaper. Bare i løpet av 1897 ble det etablert 106 nye aksjeselskaper i Kristiania. Fra 1. mai 1897 hadde meglere begynt å offentliggjøre ukentlige fellesnoteringer, man fikk et slags oversiktig aksjemarked. Folks interesse for aksjemarkedet og lettjente gevinster spredte seg. Byggeboomen ble altså i hovedsak finansiert gjennom aksjeemisjoner. Emisjonene i nye byggeselskaper i hovedstaden ble fordoblet mellom 1897 og 1899. Det ble opprettet hele seks nye forretningsbanker mellom 1896 og 1898. De spesialiserte seg på utlån til boligbyggere med aksjer og tredjeprioritets lån til boligbyggeselskaper som sikkerhet. Dette var Den norske Diskontobank, Den nordiske Aktiebank, Den norske Industri- og Vexelbank, Christiania Privatbank, Norsk Vexel- og Landmandsbank og Kristiania Delkrederbank.

Spekulasjonen begynte med eiendommer, men forplantet seg til aksjemarkedet. De gamle bankene var forsiktige og tilbakeholdne overfor det nye. De nystartede bankene derimot, var ikke redd for å møte den nye tids utfordringer. Forventninger om prisvekst hadde fått fotfeste, og etterspørselen ble etter hvert styrt av dette. Det ble fortalt om en leiegård som ble omsatt tre ganger på én dag, hver gang med fortjeneste. Forretningsmenn med en del års erfaring, skal mot slutten av tiåret ha begynt å snakke om at det måtte ende med krakk.

Og enkelte hadde begynt å slite våren 1899. To av dem var Christophersen og Kirchenstein som drev trelast- og entreprenørfirmaet Chr. Christophersen & Co. De hadde filialer i London, Paris og Göteborg. Fasaden var fasjonabel, de holdt til i det som i dag er Nobelkomiteens flotte bygning. Men firmaet hadde en gjeld tilsvarende tjue prosent av statens utgifter i budsjettåret 1897-1898, et sted mellom tolv og fjorten millioner kroner. Mye av dette var lånt i Diskontobanken.

Det som utløste krisen var et løsmunnet pengebud. I to banker den 10. juni 1899, kommer han med det som kanskje var ment som en halvmorsom bemerkning: *Dette blir kanskje det siste Christoffersen får betalt!* Det utløste en rykteflom som gjorde at firmaets kreditorer stormet til. Dagen etter måtte firmaet innstille alle betalinger.

Brått gjorde alle krav på sine fordringer hos alle, dermed kom krakket, og i løpet av kort tid ble så godt som alle virksomheter i Kristiania lammet av krisen. Kristiania ble en depresjonsby, de neste fem årene flyttet 23 000 mennesker ut av byen.

Diskontobanken og Aktiebanken gikk ganske umiddelbart overende, og i løpet av et par år var alle de andre nye bankene i Kristiania historie.

All privat byggevirksomhet stoppet opp, lønningene ble betraktelig satt ned, og i neste omgang ble det iverksatt masseoppsigelser. Hardest rammet ble altså byggebransjen og fabrikker som leverte materialer til boligbyggingen. Prisene på både boliger og forretningsbygg falt sterkt. Boligprisene gikk raskt tilbake hele 59 prosent i Kristiania. Om vi ser på realpriser på boliger, løpende boligpriser justert for konsumprisutviklingen, tok det over 100 år før realprisene på boliger i hovedstaden passerte 1899-nivået!

Den dag i dag har vi minner om Kristianiakrakket i hovedstaden vår. Ifølge byhistoriker Leif Gjerland, ble Kristiania etter krakket "de tause gavlers by", der steile endevegger står og venter på nabobygg som ikke kom. Enkelte av byens grønne lunger, som for eksempel ved Maridalsveien nedenfor Sagene lunsjbar, er egentlig teglverksgrøper. Hovedstaden har også et meget beskjedent innslag av Jugendstil, som ble moderne ved århundreskiftet. Mange av de arbeidsløse i byggebransjen dro etter hvert nord-vestover, til Ålesund, for å delta i gjenoppbyggingen etter bybrannen i 1904. Byen ble som kjent gjenreist i jugendstil. Nettopp fordi krakket kom i 1899, gikk hovedstaden vår stort sett glipp av denne stilarten. Men det finnes noen unntak, blant annet fordi det ble skapt jugend på statlige byggverk. Dette finner vi for eksempel på bygget fra 1903 som i dag huser Finansdepartementet, og Historisk museum fra 1902.



I et land som ikke har opplevd en krise på 20 år, er det grunn til bekymring

### **Noen er alltid bekymret [Bilde 2]**

Vi har også en rekke andre historiske eksempler fra mange land, som forteller at sterk vekst i investeringer, formuespriser og kreditt, kan skape ubalanser som før eller senere korrigeres. Norske myndigheter er selsagt opptatt av dette, og noen av myndighetsorganene er særdeles bekymret, og har vært det særdeles lenge.

Finanstilsynet har vært svært bekymret over boligprisene siden andre halvdel av 1990-tallet. Siden da har det både vært fremgang og tilbakeslag i boligmarkedet.

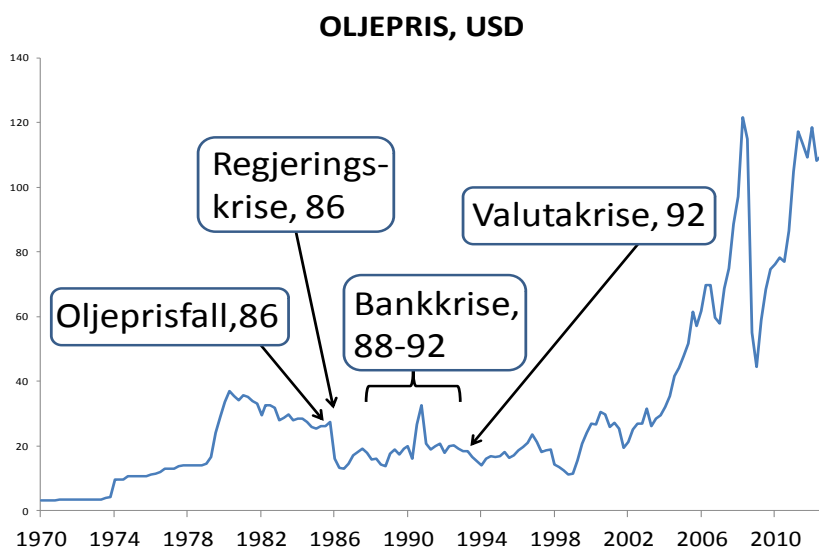
Vi skal ta høyde for at korreksjoner vil komme, men for å forstå økonomiens virkemåte trenger vi analyser. Det er begrenset hva vi lærer av bare å være bekymret absolutt hele tiden. Av enkelte myndighetsorganer får en inntrykket av at så lenge det går bra, blir nedsiderisikoen stadig større. Noen mener også at selv mangel på krise gir grunn til bekymring. Da blir hverdagen fort tung.

Norsk økonomi står overfor utfordringer, og vi trenger et omstillingsdyktig næringsliv. Vi står foran krevende omstillinger den dagen petroleumsnæringen ikke lenger er en like stor vekstdriver. På den annen side har prosjektet «Et kunnskapsbasert Norge» vist at to av de tre mest innovative konkurransenæringene i Norge, er maritim industri og offshore leverandørindustri. Norge har et høyt kostnadsnivå. Kunnskapsintensive næringer må få en enda større plass i fremtiden – jobbene blir mer kunnskapsintensive. Skal velferden og kostnadsnivået forsvares, trenger vi næringer som produserer varer og tjenester som etterspørres internasjonalt. Det å se muligheter i ny teknologi vil stå sentralt.



Finansnæringen er en nødvendig forutsetning for at øvrige deler av næringslivet i landet vårt skal fungere. Finansnæringen fyller en viktig rolle når den bidrar til å kanalisere samfunnets sparemidler til lønnsomme prosjekter i næringslivet. Den finansielle formidlingen er avgjørende for verdiskapingen og velferden.

Hvis vi ser nærmere på andre land, varierer betydningen av bankfinansiering. I USA henter næringslivet om lag 40 prosent av sin lånefinansiering fra banker. I euroområdet er det tilsvarende tallet 75 prosent. I Norge er denne størrelsen nær 80 prosent for bedrifter som henter finansiering fra innenlandske kilder. Det henger sammen med næringsstrukturen i Norge, med et stort innslag av små og mellomstore bedrifter. Noe over 90 prosent av bedriftene i Norge har færre enn 10 ansatte. Mye av innovasjons- og vekstkraften i norsk næringsliv finner vi i de små og mellomstore bedriftene, og for det store flertallet av disse er banken den viktigste finansieringskilden. Bankenes finansieringsevne stimulerer strukturendringer og nyetableringer, og gir forutsetninger for vekst. En konkurransedyktig finansnæring i Norge som er i stand til å oppfylle sin rolle, er med andre ord avgjørende for landets verdiskaping.



### **Forstyrrelser har inntruffet før [Bilde 3]**

Finansnæringen er naturlig nok kjent med at forstyrrelser og uværsdager vil komme, og vi kjenner vår historie. I den daglige risikostyringen i norske banker, gjør man bruk av tidligere erfaringer. Noen forstyrrelser vil nok ha større betydning for norsk

økonomi enn andre, og særlig vil store endringer i oljeprisen kunne ha betydelige konsekvenser. Kraftige oljeprisfall har vi erfart før, og jeg tenker da tilbake på midten av 1980-tallet. I 1986 innebar oljeprisfallet en markert nedgang i landets realinntekter, og det svekket tilliten til vår valuta. Fallet ga også et brudd i forventningene om framtidige inntekter, og dermed ble det nødvendig å legge om den økonomiske politikken. Et av forslagene var høyere bensinavgift, og som en del sikkert husker, var formannen i Fremskrittspartiet ikke særlig innstilt på å imøtekomme Willoch. Dermed ble Gro Harlem Brundtland statsminister for andre gang.

Arbeiderpartiregjeringen devaluerte krona med 12 prosent to dager etter at den tiltrådte. Bakgrunnen var altså svekket handelsbalanse som følge av økt lånefinansiert import, og utsikter til varig lavere oljepris. Da hadde krona allerede blitt devaluert flere ganger i de foregående årene, og markedet forventet etter hvert dette som jevnlig svar på svak konkurranseevne. Dermed satte det inn et depressieringstrykk på kronen, noe som til slutt presset fram renteøkninger. Perioden med en politisk fastsatt lav rente ble avsluttet, og renten ble i stedet et virkemiddel i valutapolitikken.

I første halvdel av 1980-årene kom som kjent dereguleringen av kredittmarkedet. Men prisen på kreditt, renten, ble altså politisk fastsatt helt fram til årsskiftet 1986/87. Dereguleringen av kredittmarkedet kom altså noen år før politikerne slapp taket i prisen i det samme markedet. De fleste husker at resultatet ble et kredittdrevet etterspørselpress, som blant annet kom til uttrykk i form av kraftig prisvekst på boliger og næringseiendom. De ansatte i bankene hadde all sin erfaring fra et reguleringsregime, og kredittvurderingene bar ikke alltid preg av godt bankhåndverk. Kraftig oljeprisfall, svakt samarbeid mellom partene i arbeidslivet (oppgjøret i 1986 ble svært dyrt), og valutakursens mangel på forankring av innenlandsk prispress, bidro til at renten måtte brukes som virkemiddel for å holde kronekursen stabil. Finanspolitikken ble også strammet inn, og etter 1986 ble lønnsoppgjørene mer nøkterne. Inflasjonen ble derfor redusert. Med dermed økte også realrenten markert. Det kom en særnorsk nedgangskonjunktur fra 1988, og en del mindre banker kom etter hvert i problemer i perioden fra 1988 til 1990.

På slutten av 1980-tallet ble den økte rentebelastningen merkbar for svært mange låntakere. Arbeidsledigheten økte fra 1988, og nådde etter hvert unorske nivåer på

om lag seks prosent. I 1990 slo også en internasjonal lavkonjunktur inn i norsk økonomi. Tidlig på 1990-tallet var det dermed klart at mange land i fastkurssamarbeidet (EMS) hadde behov for en ekspansiv pengepolitikk. Men i Tyskland økte Bundesbank rentene av frykt for inflasjon etter sammenslåingen. De økte rentene i Tyskland ga høyt rentenivå også for andre land i EMS-samarbeidet. Vi fikk en situasjon med svært høyt rentenivå og samtidig høy arbeidsledighet. I desember 1992 forlot Norge fastkurssystemet. Vi var da inne i den dypeste nedgangskonjunktoren i tiden etter 2. verdenskrig.

Etter at fastkurssystemet brøt sammen gikk renta markert ned, og i 1993 begynte aktiviteten i norsk økonomi å ta seg opp. Da hadde Norge vært gjennom en omfattende bankkrise, som ble en *banksystemkrise* i 1991-92. Prisene på boliger og næringseiendom hadde falt kraftig. Banker som Fokus, Kreditkassen, Sparebankene Rogaland og Midt-Norge, og senere DnB, mistet sin egenkapital. I 1991 oversteg utlånstapene 4 prosent av samlede utlån. Ved krisens toppunkt utgjorde norske bankers utlånstap 2,8 prosent av BNP. Allerede i årstalen i 1989 oppsummerte daværende sentralbanksjef Hermod Skånland bakgrunnen for krisen med ordene "*Bad banking, bad policy and bad luck.*"

Svake kredittvurderinger, en makroøkonomisk politikk som hadde forsterket konjunkturutslagene og uflaks i form av oljeprisfall og en svært høy tysk rente, utgjorde mye av bakgrunnen for krisen. Så hvordan stiller vi oss i dag?

Når det gjelder Skånlands "*Bad banking, bad policy and bad luck,*" så kan vi i det minste gjøre noe med 2 av 3. Bankenes risikostyring er i dag helt annerledes, i betydningen kraftig forbedret siden 1980-årene. Systemet for banker som kommer i problemer er også styrket, og viktige endringer vil komme. I tillegg er rammeverket for økonomisk stabiliseringspolitikk helt forskjellig fra 1980-årene. Vi har i dag et fleksibelt inflasjonsmål for pengepolitikken, og en handlingsregel for bruk av oljepenger som skal brukes med skjønn etter konjunktursituasjonen. I en nedgangskonjunktur innebærer dette at virkemidlene normalt skal rettes inn for å motvirke konjunktorene. På begynnelsen av 1990-tallet var situasjonen den motsatte: Den økonomiske politikken forsterket konjunktursvingningene.

Men vi kan ikke se bort fra at det kan komme forstyrrelser som presser rentene opp når aktivitetsnivået i økonomien synker. Både banker og husholdninger må ta høyde for at rentene kan øke markert. Og i sin utlånspraksis stiller også bankene strenge

krav, de undersøker blant annet om låntakerne tåler en kraftig renteoppgang. Det normale er at bankene krever at låntaker skal tåle en renteoppgang på fem prosentpoeng, og samtidig sitte igjen med nok til å betale andre regninger i hverdagen. Vi observerer at det fortsatt er ganske få husholdninger i Norge som velger fastrentelån. De husholdningene som bekymrer seg for renteøkninger, bør kanskje vurdere å binde renten for å dempe usikkerheten om fremtidige lånekostnader.

Uansett er det viktig at norske myndigheter i pengepolitikken velger gradvise renteendringer som letter tilpasningene blant alle aktører i samfunnet. Det demper også faren for kraftige omslag i boligmarkedet. Gradvise endringer i kommende bankregulering vil også dempe kostnadene for låntakere og banker. Generelt sett vil kraftige og brå skift i politisk virkemiddelbruk, gi unødvendige samfunnsøkonomiske kostnader. Av *Bad banking, bad policy and bad luck*, så må vi nå vise at vi har lært av våre erfaringer gjennom godt bankhåndtverk og god og hensiktsmessig regulering. Muligheten for uflaks må vi nok fortsatt leve med.

### **Oljeprisen enda viktigere**

Så langt har Norge hatt mye flaks. En viktig årsak til inntektsveksten i Norge gjennom de siste 10 årene, er at vi produserer varer som etterspørres i land med sterk vekst. Fremvoksende økonomier har bidratt til større etterspørsel etter råolje og andre råvarer. Dermed har prisene på varene Norge selger, blitt presset opp. Og når nye industriland vokser frem, gjør det vår import billigere. Bytteforholdet, som måler eksportpriser i prosent av importpriser, har derfor bedret seg kraftig over en årrekke.

Bedringen i bytteforholdet bidrar til høy aktivitet i norsk økonomi, lav ledighet og god lønnsvekst. Inntektsvekst gir høyere boligpriser, og høyere boligpriser bidrar til økt gjeld i husholdningene. Det er altså egentlig en ganske nær sammenheng mellom oljeprisen og husholdningenes gjeldsbelastning.

Forskning utført av blant annet Professor Hilde Bjørnland, viser at oljeprisen har sterk innvirkning på norsk BNP. Sysselsetting i oljevirksomhet utgjør 8 prosent av totale sysselsetting – og bruttoproduktet utgjør 22 prosent av BNP i Norge. Oljeprisen gir høye lønninger og store overskudd i petroleumsnæringen. Samtidig er det slik at aktiviteten i andre næringer, som tjenesteytende næringer, deler av bygg og anlegg,

finans og annen forretningsmessig tjenesteyting, påvirkes av oljesektoren. I tillegg finansieres en stadig større andel av offentlige utgifter av oljepenger. Forskningen til Bjørnland tyder på at et kraftig fall i oljeprisen kan få mye større ringvirkninger i norsk økonomi enn det mange har tatt høyde for.



#### **Innretter vi oss riktig? [Bilde 4]**

Vi har nå en situasjon der kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi er over normalnivået. Rentenivået er lavt som følge av situasjonen i internasjonal økonomi. Her hjemme er det fortsatt sterk vekst i boligpriser og gjeld. Bidrar sentrale politiske krefter til at finanspolitikken nå virker korrigerende? Hva ville Skånland sagt? Good or bad policy?

I statsbudsjettet for 2013, legger Regjeringen riktignok opp til å benytte mindre petroleumsinntekter enn det handlingsregelen tilsier, men det strukturelle, oljekorrigerende budsjettunderskuddet – det som måler oljepengebruken i statsbudsjettet – er like fullt på et svært høyt nivå.

Om 2009-budsjettet uttalte Finansdepartementet (i Proposisjon 1 S, 2009-2010, Gul bok): *“ Dette er den sterkeste ekspansive impulsen på over 30 år. Oljepengebruken er med dette kommet opp på et meget høyt nivå.”*

Norsk økonomi er nå i en helt annen og bedre tilstand enn i finanskriseåret 2009. Men regjeringen demper ikke bruken av oljepenger, den har bare lagt om retorikken.

Når statsbudsjettet ble lagt fram i fjor høst, sa vår finansminister: *“Nå er det ikke tid for å trække på gasspedalen. Vi legger vekt på at budsjettet for 2013 ikke må bidra til pressproblemer i norsk økonomi.”* Sigbjørn Johnsen har økt oljepengebruken markert fra 2009 til 2013, men plutselig har det blitt til et nøytralt budsjett som ikke gir pressproblemer. Faktum er at flere næringer rapporterer om pressproblemer, og Norges Bank mener kapasitetsutnyttingen i økonomien er over normalnivået. I denne situasjonen virker altså både finans- og pengepolitikken ekspansivt samtidig. Da er det kanskje ikke så rart at vi ser vekst i boligpriser og husholdningenes gjeld?

Reguleringen av den norske finansnæringen er vesentlig styrket og forbedret siden bankkrisen på -90 tallet, og Finanstilsynet følger den enkelte institusjon langt tettere i dag. Norske banker står nå foran nye, store regulatoriske reformer, som følge av regelverksutviklingen i Europa. Kravene til bankenes kapital, likviditet og finansieringsstruktur, vil bli kraftig skjerpet. Mer egenkapital skal gi større buffere mot fremtidige, uventede tap. Når bankene blir mer robuste, bli utlånskapasiteten mindre påvirket i nedgangstider. Dermed begrenses de sterke samspilleffektene mellom realøkonomi og finansiell formidling som vi har sett under og etter finanskrisen.

Finansnæringen i Norge støtter i hovedsak denne prosessen, gitt at alle finansinstitusjoner i EØS blir underlagt samme krav. Vi har av og til blitt beskyldt for å syte. Det synes vi er en urettferdig kritikk. Når vi bringer reguleringsutfordringene på bane, så er det fordi vi mener rammevilkårene bør være de samme på tvers av land, og som et minimum ber vi om en nordisk samordning. Det legges det ikke opp til i dag, og vi skal ikke lenger enn til Sverige for å finne viktige forskjeller i utforming av tilsynelatende like krav, som i realiteten innebærer at norske banker vil fremstå som svake, til tross for at norsk bankvesen er blant det mest solide i Europa. Dette vil gi næringen en konkurranseulempe, som kan smitte over på øvrig næringsliv i Norge.

Vi er altså ikke uenig i at bankene skal bli mer solide, og norske banker følger dette lojalt opp, og styrker sine kapitalbaser. Dette er naturligvis ikke kostnadsfritt, og kravene får derfor betydning for lånekundene, de ansatte i bankene og eierne.

Norske myndigheter har signalisert at de vil benytte sin mulighet til å gjøre kravene strengere i Norge enn i EU og våre naboland, og at kravene skal innføres raskere enn det EU legger opp til. Hvis norske banker hadde fått mulighet til å tilpasse seg kravene gradvis, og kravene hadde blitt på linje med andre land, ville kostnadene for alle blitt mindre.



### **The Good, the Bad, and the Ugly [Bilde 5]**

I en oppsummering av utsiktene for norsk økonomi, låner jeg filmtittelen “*The Good, the Bad, and the Ugly.*”

#### *The Good*

Det som bra er at bankene er langt mer robuste i dag, og de vil bli enda mer solide i de nærmeste årene. Bankenes risikostyring er på et helt annet nivå i dag enn på 1980-tallet. Rammeverket for den økonomiske stabiliseringspolitikken er også helt annerledes i positiv forstand. Noen av de største feiltrinnene som la grunnlaget for forrige bankkrise, bør vi nå kunne klare å unngå.

#### *The Bad*

Det som ikke er fullt så bra, er at finanspolitikken nå er ekspansiv. Regjeringen skuffer på mer kull i et tog som allerede går fortere enn normalt. Samtidig stimuleres økonomien av lav rente. Finanspolitikken burde vært strammere, og mer rettet inn mot vekstskapende tiltak. Effekten den ekspansive penge- og finanspolitikken har på boligpriser og gjeld, er ikke bærekraftig over tid. Boligprisene stiger for mye sammenliknet med inntektsutviklingen når vi vurderer dette på lang sikt. Det er ikke trolig at dette kan kompenseres gjennom kredittregulering.

En annen bekymring er at produktivitsveksten i norsk økonomi har stagnert etter 2005. Sentralbanksjefen brukte mye tid på dette i sin årstale nylig. Vi kan ikke regne med at bytteforholdet mot utlandet vil styrke seg ytterligere, vi bør heller ta høyde for det motsatte. Hvis kostnadsnivået vårt skal kunne forsvares, må produktiviteten opp, og det forutsetter at lønnsomme prosjekter finner finansiering.

### *The Ugly*

Vi har lenge visst at oljeprisen har stor betydning for norsk økonomi, men nå viser ferske analyser at vi er enda mer oljeavhengig enn hva vi tidligere har trodd. Hvis vi rammes av et sjokk som kraftig trekker ned investeringene og aktiviteten i petroleumsnæringen, kan det bli stygt.

### **Oppsummeringsmessig..**

Det er lite som tyder på at vi har en boligboble i klassisk forstand i Norge.

Boligprisutviklingen kan i stor grad forklares med utviklingen i observerbare fakta, og er ikke framkølet de underliggende økonomiske realitetene.

Samtidig har prisene steget mer enn disponibel inntekt en god stund, og det er en utvikling som ikke kan fortsette. Det er fullt mulig å se for seg en myk landig der boligprisutviklingen gradvis avtar mot et langsiktig trendnivå, men da må vi innrette oss klokt og politikktiltakene må virke sammen.

Vi kan heller ikke se bort fra at vi kan oppleve en mer markert priskorreksjon. Det har skjedd før, og kan skje igjen. Derfor er det viktig og riktig at bankene nå benytter gode tider til å bygge buffere og styrke sin soliditet.

Kraftige og brå skift i politisk virkemiddelbruk gir unødvendige høye samfunnsøkonomiske kostnader. En gradvis tilpasning av pengepolitikken, en noe strammere finanspolitikk og en gradvis tilpasning av den kommende bankreguleringen vil dempe kostnadene for låntakere og banker.

En raskere innføring av strengere regler for norske banker enn for banker i landene rundt oss, slik regjeringen har varslet, vil kunne svekke norsk næringslivs vekstkraft og omstillingsevne, og gjøre norsk finansvesen mindre konkurransedyktig.

La meg helt til slutt tillate meg en omskrivning av Churchills kjente ord: Some see private enterprise as a predatory target to be shot, others as a cow to be milked, but



few are those who see it as a sturdy horse pulling the wagon. Noen ser på banker som villdyr som bør skytes, andre som kuer som skal melkes. Kun noen få ser dem som trauste hester som trekker vognen. La oss i fellesskap arbeide for at de få blir mange, og at vi fortsetter å utvikle en mangfoldig banknæring i Norge, som er tilliten verdig.

Takk for oppmerksomheten!

### **Sentrale kilder**

Engelsen Klunde, Bastian (2011): "Fra reell til nominell: En analyse av pengepolitikken i Norge fra devalueringen i 1986, til innføringen av inflasjonsmålet i 2001". Norges Bank Staff Memo 20/2011

Gjerland, Leif (2010): *Østkanten. Historien om en livskraftig byutvikling*. Oslo, Kom forlag

Gjerland, Leif (2012): *Et lite stykke Oslo*. Oslo, Dreyer forlag

Gram, Trond (2011): "Når staten tar kontroll. Bankkrisen fra 1991-1993". Norges Bank Staff Memo 18/2011

Moe Thorvald G., Jon A. Solheim og Bent Vale (2004): *The Norwegian Banking Crisis*. Norges Banks Skriftserie / Occasional Papers nr. 33

### **Andre kilder**

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2488126.ece>

[http://www.regjeringen.no/pages/34819056/hilde\\_c\\_b\\_210512.pdf](http://www.regjeringen.no/pages/34819056/hilde_c_b_210512.pdf)

<http://www.dn.no/energi/article2557491.ece>