

SAMFUNNSØKONOMEN

TEMA: FINANSKRISEN

- Holden:
ÅRSAKER OG MEKANISMER
- Bjerkan:
MYNDIGHETENES HÅNTERING
- Eika og Prestmo:
EFFEKTER AV KRISETILTAK
- Grytten:
FINANS- OG BOLIGMARKED
- Vatne:
HUSHOLDENES BUFFERE
- Straume og Vårdal:
INNVIRKNING PÅ VALUTAMARKEDENE



SAMFUNNSØKONOMEN

• ANSVARLIG NUMMERREDAKTØR
Steinar Vagstad • steinar.vagstad@econ.uib.no

• REDAKTØRER
Annegrete Bruvoll • annegrete.bruvoll@ssb.no
Ragnar Nymoen • ragnar.nymoen@econ.uio.no
Steinar Vagstad • steinar.vagstad@econ.uib.no

• RÅDGIVER
Jannicke Halvorsen
jannicke.halvorsen@samfunnsokonomene.no

• UTGIVER
Samfunnsøkonomenes Forening
Leder: Trond Tørstad
Generalsekretær: Ragnar Ihle Bøhn

• ADRESSE
Samfunnsøkonomenes Forening
Skippergt. 33
Postboks 8872, Youngstorget
0028 Oslo
Telefon: 22 31 79 90
Telefaks: 22 31 79 91
sekretariatet@samfunnsokonomene.no

www.samfunnsokonomene.no

Bankgiro: 8380 08 72130

• PUBLISERINGSDATO	ANNONSEFRIST
NR. 1: 17. FEBRUAR.	30. JANUAR
NR. 2: 17. MARS	27. FEBRUAR
NR. 3: 21. APRIL	26. MARS
NR. 4: 15. MAI	28. APRIL
NR. 5: 16. JUNI	28. MAI
NR. 6: 15. SEPTEMBER	28. AUGUST
NR. 7: 18. OKTOBER	29. SEPTEMBER
NR. 8: 17. NOVEMBER	29. OKTOBER
NR. 9: 15. DESEMBER	27. NOVEMBER

• PRISER	
Abonnement	kr. 1080.-
Studentabonnement	kr. 300.-
Enkeltnr. inkl. porto	kr. 160.-

• ANNONSEPRISER (ekskl. moms)	
1/1 SIDE	kr. 6690.-
3/4 SIDE	kr. 6040.-
1/2 SIDE	kr. 5390.-
Byråprovisjon	10%

Opplag: 2550

Design: www.deville.no

Trykk: Grafisk formidling as, Bergen

Innhold

NR. 4 • 2009 • 63. ÅRG.

- LEDER 3
- TEMA: FINANSKRISEN 4
 - Finanskrisen – årsaker og mekanismer av Steinar Holden 4
 - Myndighetenes håndtering av finanskriser – hvorfor og hvordan? av Gøril Bjerkan 11
 - Krisetiltak. Effekten av ulike tiltak belyst med makromodell av Torbjørn Eika og Joakim Prestmo 25
 - Boligkrakk og finanskrise i historisk perspektiv av Ola H. Grytten 39
 - Hvilke buffere har husholdene mot nedgangstider? av Bjørn Helge Vatne 51
 - Finanskrisens innvirkning på valutamarkedene av Hans-Martin Straume og Erling Vårdal 60
- AKTUELLE KOMMENTARER 69
 - Finanskrisen: Forsterket av doktrinen bak inflasjonsmålene av Roger Bjørnstad 69
 - Statens Pensjonsfond – utland, hva skyldes tapene 2007-2008? av Stein Sjølie 78
 - Nye retningslinjer for nye tider av Jan Andreassen 81
- BOKANMELDELSE 85
 - Helland og Sørensen: Demokrati og Effektivitet Anmeldt av Rune Jansen Hagen

Småkraftverk

Når finanskrisa ein gong er over vil vi framleis ha eit klimaproblem å ta oss av. Senterpartiet og Naturvernforbundet synest å vere på kollisjonskurs i klimaspørsmålet: Naturvernforbundet set seg ifølgje Senterpartiet imot småkraftverk og nær sagt alle andre forsøk på å produsere fornybar energi. Småkraftverk betyr potensielle inntekter til grunneigarane, og derfor er det rimeleg at Senterpartiet er for. Naturvernforbundet på si side har alltid vore kritisk til inngrep i naturen. Men motstanden i Naturvernforbundet kan likevel verke som eit paradoks. Nye småkraftverk vil auke produksjonen av fornybar kraft, noko som kan høyrast fornuftig ut i klimasamanheng. Subsidiert vindkraftutbygging og annan stimulans av fornybar kraftproduksjon har same verknadane.

Men er det ein enkel samanheng mellom fornybar kraft og klimautslepp? Det er eit ordtak som seier at det er betre med ein fugl i handa enn ti på taket. I denne saka er bevaring av det lokale vassdraget å rekne som ein fugl i handa, medan klimagevinsten ved å bygge det ut liknar meir på fuglar på taket. Marknadsverknadane kompliserer det som i utgangspunktet kan sjå ut som klare gevinstar. Innanfor eit kvoteregime betyr det for eksempel ingenting for klimaet om ein produserer meir av den reine krafta. Norske utslepp blir ikkje påverka, sidan all elektrisitetsproduksjonen allereie er 100 prosent fornybar. Den krafta vi importerer er derimot hovudsakeleg basert på kullkraft. Det som skjer er at nettoeksporten av vasskraft aukar og utsleppa ute går ned. Dette blir kompensert gjennom at utsleppa kan auke tilsvarende andre stadar i kvoteområdet. Sjølv utan eit kvotesystem vil klimaeffekten vere usikker. Auka tilbod av fornybar kraft vil redusere kraftprisen og

såleis redusere produksjonen av fossil energi. Men prisnedgangen vil også stimulere til auka etterspørsel. Dermed vil den nye fornybare krafta berre delvis føre til redusert nettoimport av kraft. Det er ei klassisk misforståing blant dei som er opptekne av stimulering av fornybar kraft at det gir full utteljing i form av redusert fossilt basert energi.

Det vi treng er høgare energiprisar, ikkje lågare. Frå læreboka veit vi at viss ein aktivitet fører med seg ein negativ eksternalitet, enten det dreier seg om klimaskadelege utslepp eller forringing av lokal natur, så er den effektive løysinga å stikke økonomiske kjeppar i hjula på denne aktiviteten, til dømes i form av avgifter. Korrekt avgiftsnivå fører til at eksternaliteten blir internalisert. Kraftprisen stig, produksjonen av fornybar energi aukar på kostnad av fossil energi og lønsemda i energisparetiltak og teknologiutvikling aukar.

Å støtte den reine kraftproduksjonen ved subsidier eller indirekte støtte ved å avstå frå elles fornuftige miljøkrav vil bidra til eit for høgt energiforbruk og for mange naturinngrep. Dei altfor låge energiprisane vil i neste omgang føre til at energisparing og forskning på ny rein teknologi vil bli mindre lønsamt.

Det er vanskeleg å få auge på fornuftige fordelingsargument for å sette dei reine effektivitetsomsyna til side når det gjeld småkraftverk. Dei som vinn på ein liberal praksis her er landeigarar som tilfeldigvis eig fossar som kan byggjast ut på den eine sida, og dei som brukar mykje straum på den andre. Naturvernforbundets haldning er ikkje så inkonsistent som Senterpartiet synest på hevde.

STEINAR HOLDEN¹
Økonomisk institutt, UiO



Finanskrisen – årsaker og mekanismer*

Finanskrisen skyldes et samspill av ulike faktorer. Lave renter, høy økonomisk vekst og ubalanser i verdenshandelen har lagt grunnlaget for sterk økning i kredittgivning og rask vekst i boligprisene. Drevet av innovasjonsaktivitet og sterk profittvilje har finansmarkedene ekspandert kraftig, uten at en har hatt særlig forståelse for, eller tatt tilstrekkelig hensyn til, den risikoen dette har innebåret. Reguleringen av finansmarkedene har vært mangelfull, ved at store deler av finansmarkedene har stått utenfor tilsyn og kapitalkrav.

Verden er nå inne i den alvorligste økonomiske krisen etter den andre verdenskrig. Et par år tilbake var bildet svært lyst. Veksten i verdensøkonomien hadde i lengre tid vært god, og innen økonomifaget var mange forskere opptatt med å finne forklaringer på «the great moderation» – hvorfor økonomiske svingninger de siste 10-15 årene har vært mindre enn før (se f.eks. Stock og Watson, 2002, 2005). Men finanskrisen har endret bildet fullstendig. I mars 2009 anslo IMF at produksjonen i industrialiserte land vil falle med over tre prosent i 2009, mens en så sent som i oktober 2008 fortsatt regnet med positiv vekst i 2009, på rundt en halv prosent. Fra juli 2007 til november 2008 falt verdiene på aksjemarkedene over hele verden med omtrent 26 400 mrd dollar (Blanchard, 2008), eller rundt det dobbelte av BNP i USA. Fallet i aksjekursene er dramatisk, ikke minst sammenlignet med tapene på amerikanske subprime boliglån, som utløste det hele. I oktober 2007 ble disse anslått til 250 mrd dollar – mye penger, men bare en 100-del av fallet i aksjekursene.

I denne artikkelen vil jeg belyse hvordan dette kunne skje. Hovedvekten vil bli lagt på hvilke faktorer som var viktige for at krisen kunne oppstå, og hvilke faktorer som kan forklare hvorfor virkningene ble så store. Jeg vil også bruke noe plass på hvordan krisen utviklet seg, hvilke konsekvenser dette vil ha, og myndighetenes tiltak.

1 DET MAKROØKONOMISKE BILDET

Den makroøkonomiske utviklingen er et viktig bakteppe for krisen. Som nevnt over har det de senere år vært god økonomisk vekst i verden. Til tross for dette har globaliseringen gjennom økende import fra lavkostland som Kina bidratt til å holde inflasjonen nede (Pain, Koske og Sollie, 2006). Den lave inflasjonen har bidratt til at sentralbankene verden over gjennomgående har holdt det korte rentenivået nede, til tross for den gode veksten. Ikke minst i USA har sentralbanken, Federal Reserve, vært aktiv til å senke renten når økonomien er blitt svekket, men uten å være like aktiv til å heve renten når vekst og lave renter førte til kraftig vekst i boligprisene.

* Artikkelen bygger på en rekke oversikter over finanskrisen, særlig Blanchard (2008), Brunnermeier (2009) og Mizen (2008).

¹ Takk til Joachim Bernhardsen, Arent Skjæveland, Steinar Vagstad, Birger Vikøren og en anonym konsulent for nyttige kommentarer til et tidligere utkast.

Trolig enda viktigere er det at også de lange rentene har vært lave, på grunn av svært høy sparing i en rekke land, bl.a. Kina, Japan og Tyskland, samt mange oljeproduserende land. Den høye sparingen i disse landene, som den nåværende sentralbanksjefen i USA, Ben Bernanke, noen år tilbake omtalte som «the global savings glut», har bidratt til at andre land som USA, Storbritannia og Spania har kunne låne store beløp i utlandet, uten at dette har drevet opp renten.

Lavt rentenivå og god økonomisk vekst har i mange land ført til sterk økning i etterspørselen etter boliger, dermed også sterk vekst i boligprisene. I Storbritannia, USA og Danmark ble boligprisene mer enn tredoblet fra 1999 til 2007.

2 UTVIKLINGEN I FINANSMARKEDENE

Finanssektoren har gjennomgått omfattende endringer de siste tiårene. Mange reguleringer er blitt fjernet eller myket opp, slik at konkurransen mellom ulike finansforetak har økt. Teknologiske endringer har medført en formidabel økning i tilgangen på informasjon, kommunikasjon og datakraft. Samtidig har det vært en meget rask finansiell innovasjon, og mange nye finansielle produkter er blitt utviklet. Det er blitt mye lettere å få lån, og veksten i utlånene har vært høy over lang tid.

Endringene har gitt fordeler gjennom økte muligheter til å spre risiko, og utlånsveksten har trolig stimulert veksten i økonomien. Lønnsomheten i finanssektoren har vært høy og stadig økende. Det lave rentenivået innebar imidlertid lavere avkastning på mange finansielle investeringer. For å opprettholde eller øke den høye lønnsomheten, måtte en dermed lete etter stadig nye muligheter til å oppnå høy avkastning, omtalt som «search for yield».

Endringene i det finansielle systemet førte imidlertid også til at det ble mer sårbart og ustabilt. Ustabiliteten ble forsterket gjennom jakten på høy avkastning og den økende viljen til å ta risiko. I denne prosessen var det særlig tre faktorer som var viktige for hvorfor krisen kunne bli så sterk og omfattende.

- Undervurdering av risikoen i nye, finansielle produkter
- Lav egenkapitalandel og stor kortsiktig gjeld i finansinstitusjonene
- Sammenvevning av finansmarkeder over hele verden

3 UNDERVURDERING AV RISIKOEN I NYE, FINANSIELLE PRODUKTER

En viktig trend i finansmarkedene har vært den stadig økende verdipapiriseringen («securitisation»), dvs. at mange boliglån slås sammen til obligasjoner, såkalte «asset based securities ABS», der kjøperen av en obligasjon mottar renter og avdrag på de boliglån som obligasjonen bygger på.² Disse boliglånsobligasjonene ble igjen satt sammen til nye obligasjoner, omtalt som «collateralized debt obligations CDO». Her ble obligasjonene gjerne inndelt i transjer med ulik risiko. Dersom det skjer tap på boliglånene, vil de første tapene tas av de mest risikable transjene, mens de sikreste transjene bare blir rammet dersom tapene blir mye mer omfattende. Obligasjonene ble vurdert av kredittvurderingsselskaper, og obligasjonene ble laget slik at en stor del av dem fikk den sikreste ratingen, dvs. AAA. Den sikreste ratingen var viktig for at bankene skulle kunne selge obligasjonene videre til andre finansforetak, som gjerne solgte store deler videre til banker i andre deler av verden.

I utgangspunktet er verdipapirisering en god ide. Når en konstruerer obligasjoner med ulik risiko, kan ulike investorer velge den risikoprofil som passer dem best. Verdipapirisering bidrar også til at risikoen blir spredd på flere investorer, slik at det mulige tapet på hver enkelt blir mindre. Når risikoen for den enkelte investor blir mindre, kan en også kreve mindre kompensasjon i form av høyere renter. Reduksjonen i risiko ble imidlertid mer enn oppveiet ved andre forhold som virket i motsatt retning.

Et viktig forhold var at risikoen knyttet til boliglånsobligasjonene ble kraftig undervurdert. De statistiske modellene som ble brukt for prising av obligasjonene, tok utgangspunkt i historiske tall for manglende betaling av boliglån. Fordi boligprisene har steget betydelig over tid, har manglende betaling fra låntaker likevel sjelden ført til betydelig tap for långiver, som jo kunne overta en bolig med høyere verdi enn lånet. En antok videre at risikoen kunne reduseres ved diversifisering gjennom å ha boliglån fra ulike deler av USA. Igjen var dette basert på historiske tall, som viser at de gangene boligprisene faktisk har falt i USA, har dette stort sett vært i avgrensede geografiske områder. Beregningene bygget dermed på at om det gikk dårlig f.eks. i Texas, slik at det ble sviktende betaling av boliglån der, ville det gå bedre i andre deler av USA.

² Verdipapirisering fant sted i en rekke land, også Norge, men under mer «kontrollerte former». Den videre beskrivelsen av dette gjelder først og fremst USA.

Imidlertid tok en ikke hensyn til at selve boliglånene ble stadig mer usikre. Bankenes gode muligheter til å finansiere boliglånene gjennom å selge boliglånsobligasjoner gjorde at de ble stadig ivrigere etter å låne ut mer penger. Utlånene ble ofte gjennomført av frittstående agenter med provisjonsbetaling, og en økende del av boliglånene («subprime-markedet») ble gitt til personer med svært dårlig kredittverdighet, ofte omtalt som NINJA-lån (No Income, No Jobs or Assets). De økende utlånene til personer med dårlig kredittverdighet var også i samsvar med et politisk ønske om at bankene skulle låne ut til alle grupper i befolkningen.

En annen årsak til økt usikkerhet var at boligprisene denne gang steg mye kraftigere enn i tidligere perioder, og at risikoen for et stort fall på nasjonalt nivå følgelig ble mye større. Denne årsaken hang også sammen med verdipapiriseringen, som jo ga stor tilgang på billig kreditt, og dermed økende boligetterpørsel og høyere boligpriser.

Kredittvurderingsselskapenes (de tre store er Standard & Poor, Moody's og Fitch) undervurdering av risikoen i obligasjonene er blitt heftig debattert. Som nevnt var bankene avhengig av at en stor del av obligasjonene ble vurdert som sikre, med kredittrating AAA. Kredittvurderingsselskapene deltok med rådgivning om hvordan obligasjonene skulle konstrueres slik at de akkurat nådde minstemålet til den ønskede ratingen. Dette var en meget lønnsom virksomhet for kredittvurderingsselskapene, og en kan stille spørsmål om den høye lønnsomheten bidro til å svekke selskapenes vurderingsevne.

Kjøpere av obligasjonene kunne også forsikre seg mot tap på obligasjonene gjennom kjøp av kredittforsikring «Credit default swaps, CDS». Mot betaling av en fast forsikringspremie ville en da få utbetalt et større beløp dersom betalingen fra obligasjonene ble misligholdt. Omfanget av kredittforsikring vokste enormt, og anslag for 2007 var mellom 45 000 og 62 000 mrd dollar (Brunnermeier, 2009). Denne forsikringen var imidlertid ikke så trygg som en kunne håpet, bl.a. fordi selgerne av CDSene ikke satte av tilstrekkelige beløp i reserver. På slutten av 2006 hadde selskaper som konsentrerte seg om forsikring av en type obligasjoner, f.eks. kommuneobligasjoner («monoline insurers») bare kapital tilsvarende 34

mrddollar mot et forsikringsbeløp på mer enn 3 000 mrd dollar (Blanchard, 2008).

Et annet poeng var at hele systemet ble meget komplisert og uoversiktlig. Transjer av ulike typer CDOer ble satt sammen til nye CDOer, såkalte CDO², dvs. opphøyd i andre potens. Dermed ble vanskelig å gjennomskue sammenhengen mellom tap på boliglån og verdien av obligasjonene. Selskaper som solgte kredittforsikring drev ofte utstrakt videreforsikring, uten at det fantes en samlet oversikt over slike salg. Dermed kunne en heller ikke vite hvilke finansinstitusjoner som ville være utsatt, når tapene på boliglånene begynte å komme.

4 LAV EGENKAPITAL OG STOR KORTSIKTIG GJELD

Den sterke veksten i bankenes utlån førte ikke til en tilsvarende vekst i bankenes egenkapital. I hovedsak skyldes dette et sterkt ønske om størst mulig avkastning på egenkapitalen. Hvis en bank f.eks. tjener en krone for hver 100 kr som banken låner ut, vil en egenkapitalandel på 10 prosent innebære at banken tjener 1 kr for hver 10 kr i egenkapital, dvs. 10 prosent avkastning på egenkapitalen. Hvis egenkapitalandelen kan reduseres til 5 prosent, vil banken kunne låne ut 200 kr for en egenkapital på 10 kr, og følgelig tjene 2 kr, dvs. 20 prosent avkastning på egenkapitalen.

Lavere egenkapitalandel innebærer naturligvis mindre evne til å tåle tap, og dermed større risiko. For å forhindre en slik utvikling krevde reguleringen av bankvirksomhet gjennom Basel I at bankene skulle holde kapital på minst åtte prosent av samlede utlån. Mange finansforetak fant imidlertid måter å tøye dette på. For eksempel kunne boliglånsobligasjoner samles i datterselskaper som ble holdt utenfor disse kravene – «off balance sheet» - slik at bankene kunne øke sin utlånsvirksomhet betydelig, uten å ha mer kapital.³

Egenkapitalandelen ble særlig lav i de banker og finansinstitusjoner som sto utenfor den vanlige reguleringen, og i USA gjaldt dette halvparten av kredittmarkedet (Skogstad Aamo, 2009). De amerikanske investeringsbankene, som sto utenfor vanlig bankregulering fordi de ikke tok imot innskudd fra allmennheten, kunne dermed låne ut mer enn 30 ganger egenkapitalen.

³ I den nye reguleringen, Basel II, som ble innført i Europa fra januar 2007, men som ennå ikke er helt innført i USA, forsøkte en å ta hensyn til forpliktelser gjennom datterselskaper, men uten at dette lyktes helt. Kravene til egenkapital ble imidlertid noe lavere i Basel II, bl.a. ved at aktiva med lavere risiko fikk lavere vekt ved beregning av kapitalkrav.

Den store utlånsvirksomheten ble i mange tilfeller dekket gjennom kortsiktig finansiering, til tross for at utlånene var bundet opp for lange tidsrom. For eksempel brukte de amerikanske investeringsbankene i økende omfang såkalt repo-finansiering, dvs. kortsiktige lån som gjennomføres ved å selge et verdipapir i dag, mot å avtale tilbakekjøp til en fastsatt pris om f.eks. tre måneder. Mange finansinstitusjoner var dermed avhengig av å stadig kunne låne nye midler i stort omfang, for å kunne tilbakebetale de kortsiktige lånene som forfalt.

5 SAMMENVEVNING OVER HELE VERDEN

Verdipapiriseringen bidro også til økende kapitalstrømmer over landegrensene. Samlede utlån til andre land fra banker i fem store industrialiserte land (USA, Storbritannia, Japan, Tyskland og Frankrike) ble mer enn tredoblet fra 2000 til 2008, fra 6300 mrd dollar til 22 000 mrd dollar (Blanchard, 2008). Sammenvevningen førte til at problemene i finansmarkedene spredde seg raskt over hele verden. For eksempel var tyske regionale banker blant de første som ble påført store tap fra amerikanske boliglån.

6 KRISE OG FORSTERKENDE MEKANISMER

Ved utgangen av 2006 stoppet veksten i boligprisene i USA, og gradvis begynte de å falle. Tapene på misligholdte boliglån økte. Tapene var imidlertid ikke overveldende store når en tar hensyn til at boliglånsobligasjonene var kjøpt av banker og finansinstitusjoner over hele verden, slik at risikoen ville bli spredt. Imidlertid var det flere mekanismer som førte til at virkningen ble kraftig forsterket, se Blanchard (2008) og Brunnermeier (2009). To av de viktigste var likviditetsspiraler og «run» på finansforetak.

7 LIKVIDITETSSPIRALER⁴

I en situasjon der mange banker og andre finansforetak hadde lav egenkapitalandel og behov for stadig tilgang på kortsiktig finansiering, medførte uroen i finansmarkedene at det ble vanskeligere for finansforetakene å få dekket sine finansieringsbehov. Den lave egenkapitalen innebar en risiko for at tap på boliglånsobligasjoner kunne føre til at egenkapitalen gikk tapt. Siden det var vanskelig å ha oversikt over hvilke finansforetak som kunne bli ram-

met av tapene, ble finansforetakene stadig forsiktigere med å låne ut til hverandre. Utover høsten 2007 fikk mange finansforetakene dermed betydelige likviditetsproblemer.

Finansforetak som ikke får tak i den kortsiktige finansieringen de trenger, blir nødt til å selge verdipapirer istedenfor. Dette ble imidlertid også vanskelig. Mange finansforetak var i lignende situasjon, og ønsket å selge lignende verdipapirer. Samtidig innebar den store usikkerheten om mulige tap på verdipapirene at svært få ønsket å kjøpe dem. Resultatet var at kursen (prisen) på verdipapirene falt kraftig, i den grad det var mulig å selge i det hele tatt. Dermed oppstod en tapsspiral for finansforetakene.

La oss se på et stilisert eksempel på en tapsspiral. En investor har en egenkapital på 10 mill. kroner, har lånt 90 mill. og dermed kjøpt verdipapirer for 100 mill., dvs. en egenkapitalandel på 10 prosent. Så faller kursen på verdipapirene til 98 mill. Investorens egenkapital faller dermed fra 10 til 8 millioner. For å opprettholde egenkapitalandelen på 10 prosent, må investoren selge verdipapirer og betale ned lån, slik at den nye verdipapirbeholdningen blir 80 mill. Salget av verdipapirer kan imidlertid føre til at kursen på verdipapirene faller ytterligere. Dermed må investoren selge flere verdipapirer, noe som fører til at kursen faller ytterligere, osv.

Tapsspiralen blir forsterket ved en såkalt «margin spiral» (Brunnermeier, 2009), dvs. at utlånerne krever høyere egenkapitalandel når risikoen øker (høyere «margin»). I nedadgående markeder, når verdipapirkursene faller og foretakene lider tap, fremstår risikoen for utlåner som større, og de vil svare med å kreve høyere egenkapitalandel. I eksemplet over er det dermed ikke lenger tilstrekkelig med en egenkapitalandel på 10 prosent, kanskje den må økes til 15 prosent istedenfor. I så fall kan investoren med egenkapital på 8 mill ikke låne mer enn til å eie verdipapirer for 53 mill (beregnet ved at $53 \text{ mill} \cdot 0,15 \approx 8 \text{ mill}$) dvs. at investoren må selge enda flere verdipapirer. Det økte salget av verdipapirer vil forsterke fallet i prisen, osv.

8 RUN PÅ FINANSFORETAK

Et «bank run» oppstår ved at innskyterne til en bank er bekymret for at banken ikke har nok penger til å dekke de

⁴ En tidlig beskrivelse av likviditetsspiraler ble gitt av Fischer (1933).

⁵ Et slikt unntak var Northern Rock i Storbritannia, der innskyterne sto i kø utenfor banken. Men som forklart i Shin (2009), var den utløsende årsaken til krisen i banken ikke innskyterne som ville ha sine penger, men at Northern Rock ikke fikk fornyet sin omfattende kortsiktige gjeld.

samlede innskudd. Hvis innskyterne er redd banken kan gå konkurs, vil de dermed ønske å være tidlig ute for å kunne få sine penger. Statlige innskuddsgarantier innebærer imidlertid at dette problemet nå bare unntaksvis vil være aktuelt.⁵ Derimot kan et tilsvarende problem fortsatt gjelde for finansforetak. I mars 2008 tok flere hedgefond ut store beløp fra investeringsbanken Bear Stearns, noe som kunne medført at banken gikk konkurs dersom ikke Federal Reserve hadde grepet inn. Også pengemarkedsfond og hedgefond kan komme i en situasjon der andelseiere ønsker å trekke ut sine penger. Hvis dette skjer i større omfang, vil fondene bli nødt til å selge verdipapirer raskt, med risiko for så lav pris at det fører til betydelig tap for de andelseierne som ikke trekker ut sine penger.

9 FINANSKRISEN UTVIKLER SEG

Utviklingen i krisen er blitt beskrevet i detalj mange steder, men la meg bare kort ta noen av de viktigste trekkene, i hovedsak basert på Brunnermeier (2009). Tapene på subprimelån startet å øke i februar 2007. I mai og juni 2007 begynte kredittvurderingsselskapene å nedgradere boliglånsobligasjoner, og i juli måtte en tysk bank, IKB, reddes fra problemer med kortsiktig finansiering. Utover høsten ble det stadig vanskeligere å låne penger i pengemarkedene, tapsanslagene økte og sentralbankene måtte bidra med tilførsel av likviditet til pengemarkedene. I januar og februar 2008 økte uroen ytterligere, og nedgradering av et kredittforsikringselskap, Ambac, førte til fall i aksjekursene over hele verden. Dette førte til at Federal Reserve gjennomførte sitt første ekstraordinære rentekutt på over 25 år, med 0,75 prosentpoeng.

I mars tilspisset krisen seg, med en dramatisk likviditetssituasjon for den minste amerikanske investeringsbanken, Bear Stearns. Bear Stearns var imidlertid en meget viktig motpart i mange finanstransaksjoner, med omtrent 150 millioner kontrakter med ulike motparter. Banken ble derfor regnet som for viktig til at en kunne la den gå konkurs. Federal Reserve Bank i New York organiserte av denne grunn en avtale der JPMorgan Chase overtok Bear Stearns. Etter dette roet situasjonen seg noe. Utpå våren og forsommeren 2008 var mange sentralbanker også bekymret for økende inflasjon, et klart tegn på at en ikke regnet med en forestående finanskrisen og nedgangskonjunktur.

I september kom imidlertid krisen tilbake med full storm. En annen av investeringsbankene, Lehman Brothers, fikk

alvorlige problemer med kortsiktig finansiering, og aksjekursen falt dramatisk. Federal Reserve Bank i New York organiserte et møte med de store bankene, og en håpet at Barclays og Bank of America skulle overta Lehman. De ville imidlertid ikke gjøre dette uten offentlig garanti, noe det amerikanske finansdepartementet og sentralbanken ikke ville gi dem. 15. september erklærte Lehman Brothers seg konkurs. Dette fikk dramatiske følger i finansmarkedene. Mange pengemarkedsfond tapte betydelige beløp, prisen på kredittforsikring økte i været, og kursen på private obligasjoner falt kraftig. Og banker sluttet i stor grad å låne penger til hverandre. Sentralbanker over hele verden måtte trå til med likviditetstilførsel, rentekutt og ulike hjelpetiltak. Dette bidro til å motvirke de akutte likviditetsproblemene, men det kunne ikke forhindre at finanskrisen utviklet seg videre med stadig økende tap og nye problemer i de påfølgende månedene.

Norske banker har i all hovedsak styrt utenom usikre amerikanske verdipapirer, og er derfor i liten grad direkte rammet av tapene der. Imidlertid er norske banker samlet sett avhengig av omfattende innlån fra utlandet, noe som skyldes at private realinvesteringer i Norge er betydelig større enn privat finansiell sparing. Da kredittskvisen kom, ble dermed også norske banker rammet.

10 FINANSKRISEN BLIR REALØKONOMISK KRISE

I begynnelsen hadde problemene i finansmarkedene liten virkning på realøkonomien. Det var først og fremst en likviditets- og finansieringskrise, der banker og bedrifter hadde vansker med å få tilstrekkelig finansiering i markedet. Gradvis endret krisen karakter, og gjennom høsten 2008 og vinteren har utsiktene for den økonomiske veksten blitt nedjustert gang på gang. Bekymring for at finanskrisen kunne føre til en dyp og langvarig nedgangskonjunktur førte til at aksjekursene falt dramatisk over hele verden. Fallet i aksjekursene, forventninger om en bratt økonomisk nedgang, samt betydelige finansieringsproblemer, førte til et kraftig fall i etterspørsel og produksjon. Særlig rammer dette land med bil- og maskinindustri, som Japan, Sør-Korea, Tyskland og Sverige, fordi dette er varer der kjøp lett kan utsettes i urolige tider. Den økonomiske nedgangen fører til dårligere inntjening i bedriftene, og økt arbeidsledighet, noe som igjen kan føre til at bedrifter og husholdninger ikke greier å betjene sine lån. Dermed kan problemene i finansmarkedene forsterkes. Den realøkonomiske nedgangen og økte usikkerheten om bedriftenes inntjening fører også til at

bankene er blitt mye varsommere i sine utlån, noe som ytterligere forsterker svekkelsen i realøkonomien.

11 MYNDIGHETENES TILTAK

Det viktigste lyspunktet under krisen har trolig vært at myndigheter over hele verden raskt innså alvoret i situasjonen, og satte i verk viktige tiltak. Sentralbankene har tilført store mengder likviditet til finansmarkedene, først og fremst ved at banker har kunnet låne store beløp i sentralbankene. En har gitt statlige garantier, tilført statlig kapital, og overtatt finansforetak som har gått overende. Sentralbankene har satt ned renten, og i flere land er den nå nær null. Myndighetene i mange land har lagt om finanspolitikken i mer ekspansiv retning. Disse tiltakene har forhindret et fullstendig sammenbrudd i finansmarkedene, og situasjonen i finansmarkedene er mindre kritisk enn den var høsten 2008. Tiltakene kan imidlertid ikke forhindre at vi nå må regne med en langvarig lavkonjunktur i verdensøkonomien.

12 HVA GIKK GALT?

Listen over hva som gikk galt er lang, men det er verdt å trekke fram noen hovedpunkter.

- Svært mange finansforetak har tatt for stor risiko. De har hatt for liten egenkapitalandel, og vært for avhengig av stadig tilgang på kortsiktig finansiering. De har stolt på at finansmarkedene skulle fungere godt, og ikke tatt høyde for de problemer som oppsto da tapene kom. Risikoen ved nye finansielle produkter har vært undervurdert.
- Særlig amerikanske banker har vært for slepphendte i utlånene til boligformål, noe som har medført at mange personer har fått låne for mye. Dette har bidratt til at boligprisene steg mye mer enn det var grunnlag for på lengre sikt.
- Rentenivået har vært for lavt. I lys av den solide økonomiske veksten og kraftige økningen i boligprisene og andre formuespriser, burde mange sentralbanker satt et høyere rentenivå.
- Reguleringen av finansmarkedene har vært mangelfull, særlig i USA hvor store deler av finansmarkedene har stått utenfor tilsyn og kapitalkrav. Det har vært huller som finansforetakene har kunnet utnytte, med økende risiko som resultat. Generelt er det nok behov for å skjerpe Basel II-kravene, bl.a. ved at egenkapitalkravet innen bankvirksomhet øker.
- Reguleringen har også fungert medsyklisk. I gode tider har kursen på verdipapirene steget, og finansforetakene har fått høyere egenkapitalandel. Dette har motivert dem til å øke sine utlån, noe som har forsterket oppgangskonjunktoren. I dårlige tider, som under finanskrisen, faller kursene, og egenkapitalandelen synker. Da må utlånene reduseres, og det forsterker nedgangskonjunktoren.

Hvorfor har det gått galt? Hvordan kunne det samlede finansielle systemet, både private og offentlige aktører, rote det så til? En forklaring ble gitt av Raghuram Rajan, forskningsdirektør i IMF, allerede i september 2005 (Rajan, 2005). Rajan pekte på hvordan finansmarkedene er blitt fullstendig forandret, gjennom tekniske forbedringer, knyttet til kommunikasjon, datakraft og finansiell «ingeniørkunst», og gjennom deregulering og institusjonelle endringer. Rajan viste til at dette har økt mulighetene til å spre risiko, og bedret kapitaltilgangen for bedrifter og husholdninger, og dermed bidratt å gjøre verden bedre. Men samtidig argumenterte Rajan for at risikoen har økt, og at dette henger sammen med insentivene til de som jobber i finanssektoren. Forvaltere i finanssektoren har gjerne asymmetriske bonussystemer, som gir god uttelling ved gevinst, uten tilsvarende nedside ved tap. Et slikt bonussystem fører til at forvalteren er tjent med å ta mer risiko enn det eieren av midlene ville ønske, fordi forvalteren jo får god uttelling for store gevinster uten tilsvarende kostnad ved store tap. Et annet forhold er at avkastning gjerne måles i forhold til hvilken risiko som forvalteren tar, noe som kan føre til at forvalteren søker etter investeringer som innebærer risiko som ikke er «synlig» for eieren. Den store populariteten til boliglånsobligasjoner skyldes i noen grad at de ga høyere avkastning enn andre obligasjoner med tilsvarende kredittvurdering. Forvaltere som kjøpte boliglånsobligasjoner fremstod som dyktige, og kunne få høy bonus, fordi de oppnådde høy avkastning med god kredittvurdering. I ettertid ser vi altså at de i virkeligheten tok betydelig større risiko.

Også offentlige aktører, innen reguleringsmyndigheter, sentralbanker, finansdepartementer, og for den saks skyld universiteter, undervurderte risikoen i systemet. En del var kjent med noen av svakhetene, men en trodde likevel at systemet samlet sett tross alt var robust. En så ikke for seg hvordan de ulike faktorene kunne virke sammen og skape en nedadgående spiral. Mange økonomer på universiteter og i sentralbankene har nok heller ikke fulgt utviklingen i finansmarkedene så godt som en i ettertid ser

at man burde gjort, fordi man undervurderte betydningene av finansmarkedene. I så måte er det illustrerende at Olivier Blanchard, meget anerkjent makroøkonom, professor på MIT og nå sjeføkonom i IMF, i en fotnote i en artikkel om finanskrisen skriver at «This is a first pass by an economist who, until recently, thought of financial intermediation as an issue of relatively little importance for economic fluctuations» (Blanchard, 2008).

REFERANSER:

Blanchard, O. (2008): The crisis: Basic mechanisms, and appropriate policies. MIT Working Paper 09-01.

Brunnermeier, M. (2009): Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives* 23(1), 77-100.

Fischer, I. (1933): The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica* 1(4), 337-357.

Mizen, P. (2008): The Credit crunch of 2007-2008: A discussion of the background, market reactions, and policy response. *Federal Reserve Bank of St.Louis Review*, September/Oktober 2008.

Pain, N., I. Koske og M. Sollie (2006): Globalisation and inflation in the OECD economies. *OECD Economics Department working papers* no 524.

Rajan, R. G. (2005): Has financial development made the world riskier?. *Mimeo*, IMF.

Shin, H. S. (2009): Reflections on Northern Rock: The bank run that heralded the global financial crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 101-119.

Stock, J. og M. W. Watson (2002): Has the business cycle changed and why. I *NBER Macroeconomics Annual 2002*, M. Gertler og K.S. Rogoff (eds). Cambridge, MA: MIT 159-218.

Stock, J. og M. W. Watson (2005): Understanding changes in international business cycles dynamics. *Journal of European Economic Association* 3(5), 968-1006.

Skogstad Aamo, B. (2009): Finanskrisen – vil norske reguleringer bestå prøven?. Foredrag på Samfunnsøkonomenes Valutaseminar, Lysebu 4. februar.



GØRIL BJERKAN
Stipendiat ved juridisk fakultet UiO

Myndighetenes håndtering av finanskriser – hvorfor og hvordan?*

Formålet med denne artikkelen er å vise hvilke avveininger myndighetene står overfor når krisetiltak som involverer finansinstitusjoner skal utformes. Modellen som presenteres for å vise disse avveiningene er basert på økonomisk teori og er inspirert av erfaringene fra Statens Banksikringsfond under bankkrisen på 90-tallet. Myndighetenes krisehåndtering under bankkrisen på 90-tallet og under dagens finanskrise analyseres deretter i lys av modellen.

1 INNLEDNING

Markedssvikt innebærer at det er et avvik mellom bedriftsøkonomisk og samfunnsøkonomisk lønnsomhet. Dersom det foreligger markedssvikt, gir økonomisk teori argumenter for at myndighetene bør gripe inn med krisetiltak overfor finansinstitusjoner. Jeg vil i denne artikkelen ikke redegjøre i detalj for hvilke krisesituasjoner som kvalifiserer for å bli betegnet som markedssvikt, men jeg vil forsøke å presisere hva som bør være myndighetenes målfunksjon når det oppstår en krisesituasjon som kan betegnes ved markedssvikt. Med utgangspunkt i denne modellen vil jeg forklare de konkrete krisehåndteringsgrep man tok under bankkrisen på 90-tallet. Derneft vil jeg vurdere de virkemidler som utformes under dagens finanskrise i lys av samme modell.

Jeg starter i avsnitt 2 med å redegjøre for hva som, i henhold til økonomisk teori, bør være myndighetenes målfunksjon når en krisesituasjon som involverer finansnæringen oppstår. Målfunksjonen angir de konkrete avveininger myndighetene står overfor. I avsnitt 3 vil jeg relatere denne målfunksjonen til hvordan bankkrisen på 90-tallet ble håndtert og i avsnitt 4 til finanskrisen som nå pågår. Avsnitt 3 og 4 kan leses uavhengig av hverandre. Avsnitt 5 inneholder noen oppsummerende betraktninger.

2 MYNDIGHETENES MÅLFUNKSJON

Norge har i løpet av 20 år opplevd to samfunnsmessig gjennomgripende kriser som begge i større eller mindre grad er knyttet til aktiviteten i finanssektoren. Et kjenne-

* Takk til redaksjonens anonyme konsulent for relevante kommentarer, som er innarbeidet i artikkelen. Takk også til Ragnar Nymoen for meget nyttige innspill til hele artikkelen, og i særdeleshet til avsnitt 2. Gjenværende feil står selvsagt for undertegnedes egen regning. For øvrig er artikkelen i hovedsak basert på et innlegg første gang presentert på et seminar i regi av Radikalt Økonominettverk den 7. februar 2009 og senere holdt i ulike fora.

tegn ved begge krisene er at det fra privat sektor ble etterlyst økonomisk bistand fra myndighetene for å dempe virkningene av krisen. Og staten¹ har ved begge krisene fulgt oppfordringen og grepet inn i markedsmekanismene ved å etablere ulike tiltak med sikte på å dempe virkningene av krisen. Under bankkrisen på 90-tallet gikk staten inn med egenkapital i mange banker som var på randen av konkurs. Under den pågående finanskrisen låner staten bort sin kredittverdighet til banksystemet, slik at bankene kan opprettholde sin utlånsvirksomhet. I tillegg har staten oppkapitalisert statsbankene og ulike statlige fonds og man har nå lagt til rette for at også det private banksystemet kan bli oppkapitalisert av staten.

Det er så langt en viktig forskjell mellom de to krisesituasjoner. På 90-tallet sto store deler av banknæringen i fare for å gå konkurs. Myndighetene fryktet en systemkrise hvor betalingsformidling og kredittgiving kunne kollapse. Det sentrale var derfor å sikre bankenes evne til å ivareta sine funksjoner og til å bevare stabiliteten og tilliten til det finansielle system i Norge. Under dagens finanskriser har bankene så langt ikke hatt soliditetsproblemer. Bankene hadde likviditetsproblemer i oktober 2008, men den akutte delen av dette ble løst ved blant annet likviditetstilførsel i pengemarkedet, lettelser i bankenes låneadgang i Norges Bank og etableringen av den såkalte byttelånsavtalen.² Forventninger om en fremtidig soliditetskrise gjør imidlertid bankene mer restriktive med utlån, mens myndighetene på sin side har et ønske om å opprettholde og muligens øke kredittgivingen i samfunnet. Bankene blir myndighetenes verktøy for å få til den ønskede kreditttilførselen. Men bankene har så langt ikke vært det primære målet for tiltak som vedrører bankenes soliditet.

På tross av noen forskjeller i krisenes innhold og forløp, er det mange likhetstrekk mellom myndighetenes tilnærming til bankkrisen på 90-tallet og dagens finanskriser. Det grunnleggende spørsmål er; hvorfor griper myndighetene inn? Hvorfor lot man ikke bankene gå konkurs på 90-tallet? Da ville nye og presumptivt mer effektive banker kunnet overta markedet. Og hvorfor lot man ikke bankene som manglet likviditet i oktober 2008 gå likviditetsmessig konkurs. Det positive med markedsmekanismen er vel

nettopp at den sikrer at de ineffektive og dårlig styrte enheter skal gå under, til fordel for fremveksten av mer effektive aktører. At markedsmekanismen får fungere er normalt garantien for samfunnsøkonomisk lønnsomhet. Så hvorfor grep staten inn med kraftige virkemidler under begge krisene?

Årsaken til statlig inngripen ligger i at de samfunnsøkonomiske kostnader som følger ved krisen er større enn de bedriftsøkonomiske. Det er derfor i tråd med standard økonomisk velferdsteori om markedssvikt at staten griper inn.³ Men inngripen fra staten har en kostnad, noe jeg i det følgende kaller krisehåndteringskostnader.

Krisehåndteringskostnader oppstår i to former, og ethvert krisetiltak vil som regel medføre begge typer kostnader. For det første fører krisetiltakene, det være seg oppkapitalisering av banker, garantier eller overføring til statlige fonds, til en inntektsoverføring fra staten til de som mottar støtte. Dette er en inntektsoverføring fra skattebetalere til støttemottakere, og dersom den resulterende inntektsfordeling er Pareto-effisient⁴, er dette i streng økonomisk-teoretisk forstand ingen samfunnsøkonomisk kostnad. Men dersom en innfører at myndighetene på vegne av samfunnet har preferanser for inntektsfordeling, og i tillegg antar at inntekt ikke kan omfordeles kostnadsfritt, vil resultatet bli at inntektsomfordeling som følge av et krisetiltak, kan være en samfunnsøkonomisk kostnad. Den samlede kostnaden for inntektsoverføringselementet avhenger av den absolutte størrelsen på inntektsoverføringen samt av sluttresultatets avvik fra samfunnets preferanser for inntektsfordeling, målt i forhold til den initiale fordelingen.

For det andre fører krisetiltakene til effektivitetskostnader fordi statlige tiltak medfører vridninger i aktørenes tilpasning i forhold til markedsløsningen. Dette innebærer for det første et effektivitetstap fordi konkurransen vris mellom aktørene i markedet, til fordel for de som uten statlig inngripen ville vært konkurs eller redusert i omfang. For det annet oppstår et effektivitetstap fordi statlige krisetiltak medfører at aktørene ikke lærer av sine feilvurderinger, men i stedet lærer at staten vil redde dem når krisen kommer. De får derfor ikke tilstrekkelige incita-

¹ Jeg vil i det følgende bruke begrepene stat og myndigheter synonymt, og vil av språklige hensyn variere mellom bruken av begrepene.

² Norges Bank innførte F-lån med løpetid på to år og lempet på kravene til sikkerhetsstillelse. Se også punkt 4.1 om byttelånsavtalen.

³ Standardverket er Lerner, Abba P. (1944), *The Economics of Control, Principles of Welfare Economics*, London: Macmillan. For en norsk versjon, se for eksempel Hagen, K-P. (2000), *Økonomisk politikk og samfunnsøkonomisk lønnsomhet*, Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

⁴ Pareto-effisiens innebærer at det ikke er rom for Pareto-forbedringer, dvs at det ikke kan foretas endringer som medfører at minst ett individ får det bedre og ingen får det verre.

menter til å korrigere sin adferd, noe som medfører at de systematisk vil ta for høy risiko i sin virksomhet.

Etter at Norge ble EØS-medlem 1. januar 1994, ble vi underlagt EUs regelverk om statsstøtte.⁵ Reglene i EØS-loven art 61 setter begrensninger på størrelsen på effektivitetskostnaden. Det er riktignok knyttet et såkalt samhandelskriterium⁶ for at statsstøttereglene skal komme til anvendelse, men etter rettspraksis i EF-domstolen skal det svært lite til før dette er oppfylt, slik at EU-reglene om statstøtte vil slå inn som en potensiell begrensning på de fleste tiltak myndighetene vurderer i en krisesituasjon.

Statens målfunksjon ved krisehåndtering kan ut fra dette formuleres på følgende måte:

$$\min_x K = K(r(x), y(x), z(x)) \text{ gitt at } z(x) \leq Z$$

Staten skal søke å minimere K , som er de samlede samfunnsøkonomiske kostnader knyttet til krisen. De samlede samfunnsøkonomiske krisekostnader er en funksjon av virkningene av den realøkonomiske krisen r og av krisehåndteringskostnadene y og z . Statens beslutningsvariabel er x , som er krisetiltak.

Virkningene av den realøkonomiske krisen, r , er endogen i modellen. Vi antar at $r = r(x)$, der r^* er eksogen, og representerer effekten av den realøkonomiske krisen uten krisetiltak. Vi har at $K = r^*$ for $x = 0$. Dvs uten statlige krisetiltak, vil de samlede samfunnsøkonomiske kostnader ved finanskrisen være lik de samfunnsøkonomiske kostnader ved den realøkonomiske krisen. Vi antar at r er stigende i r^* og synkende i x . y og z er de samfunnsøkonomiske krisehåndteringskostnader, som begge avhenger positivt av x . $y(x)$ representerer den eventuelle kostnaden som følger av at det valgte tiltaket innebærer en inntekts-overføring fra staten til støttemottaker.⁷ $z(x)$ er kostnaden som følger av at tiltaket innebærer vridninger i aktørenes tilpasning, altså effektivitetstapet. Jeg antar at formen på funksjonene y og z vil kunne påvirkes av myndighetene gjennom de vilkår de stiller til støttemottaker. Men

sammenhengen mellom y og z på den ene siden og r på den andre side, er eksogent gitt. Det vil si at myndighetene kan ikke påvirke hvordan et gitt tiltak virker i realøkonomien. Myndighetenes optimeringsproblem skal skje gitt beskrinkningen $z \leq Z$. Z representerer beskrinkningen på effektivitetskostnaden som følger av EU/EØS-regelverket om statsstøtte.⁸

Førsteordensbetingelsen for myndighetenes minimeringsproblem er:

$$\begin{aligned} K'_r r'_x(r^*, x) + K'_y y'(x) + K'_z z'(x) &= 0 \\ K'_y y'(x) + K'_z z'(x) &= -K'_r r'_x(r^*, x) \end{aligned}$$

I optimum skal summen av de marginale krisehåndteringskostnader som følger av tiltaket x være lik marginal effekt på den realøkonomiske krisen, som følger av samme tiltak. Vi får altså som resultat at myndighetene skal bedrive aktiv krisehåndteringspolitikk inntil den marginale samfunnsøkonomiske kostnaden ved tiltakene er like store som den marginale samfunnsøkonomiske gevinsten i form av redusert effekt av den realøkonomiske krisen. Størrelsen på K'_y vil være avhengig av hvor stor vekt myndighetene legger på omfordelingseffekten av tiltakene. Uttrykket er null dersom myndighetene ikke har preferanser for inntektsfordeling. I praksis vil nok uttrykket være positivt, men størrelsen vil kunne variere etter de politiske preferanser hos myndighetene sett i forhold til hvilke grupper som tilgodeses ved tiltakene. Effektivitetstapet K'_z vil for alle x være større enn null, men noen tiltak vil typisk ha større effektivitetskostnader enn andre, og myndighetene vil ønske å velge tiltak som alt annet like har lave effektivitetskostnader. Myndighetene kan gjennom de vilkår de stiller til støttemottaker, påvirke størrelsen på både inntektsomfordelings- og effektivitetskostnadene. Hva gjelder høyresiden av uttrykket, ser vi at dess større r^* , dess større krisehåndteringskostnader vil man akseptere. Modellen uttrykker en situasjon hvor myndighetene er risikonøytrale i forhold til usikkerhet. Dersom myndighetene i stedet er risikoaverse i forhold til høye nivåer av r , vil de, alt annet like, akseptere høyere krisehåndteringskostnader.

⁵ EØS-loven av 17. november nr. 109 1992.

⁶ Samhandelskriteriet innebærer at tiltaket faktisk eller potensielt må påvirke samhandelen mellom stater i EØS-området.

⁷ Det vil si en inntektsomfordeling fra skattebetalere til andre aktører i samfunnet. For diskusjon om dette er en relevant kostnad, se side 12.

⁸ Merk at modellen ikke fanger opp det tilfellet at store deler eller hele effektivitetstapet skjer i utlandet. I teorien kan vi ha $z = 0$, men likevel vil tiltaket kunne støte mot statsstøttereglene. Hensynet til å holde modellen enkel, gjør at jeg har valgt ikke å spesifisere modellen til å ta høyde for denne muligheten. For de fleste aktuelle finanskrisetiltak er muligheten dessuten kun av teoretisk interesse.

3 BANKKRISEN PÅ 90-TALLET

3.1 Historikk – fakta

I årene 1991-92 ble staten ved Statens Banksikringsfond eneeier i landets tre største forretningsbanker, Den norske Bank (DnB), Christiania Bank og Kreditkasse (CBK) og Fokus Bank.

Bankkrisen utspant seg for alvor i årene 1991-93, men de første tegn til krise i banknæringen kom allerede i 1987, da flere mindre banker opplevde dårlige resultater og økende tap på utlån og garantier. Myndighetene opprettet ved lov av 5. mars 1991 nr 2 Statens Banksikringsfond (SBF) som et annenlinjeforsvar etter bankenes egne sikringsfond, Forretningsbankenes Sikringsfond og Sparebankenes Sikringsfond. Årsaken var at bankenes egne sikringsfond var i ferd med å gå tomme for kapital etter kapitaltilførsler til enkelte mindre banker i årene forut for 1991. SBF ble ved opprettelsen tilført 5 mrd kr, og hadde til formål å gi støttelån til bankenes egen sikringsfond, som igjen kunne skyte inn såkalt preferansekapital til enkeltbanker. SBF besto av et styre på tre personer samt to uavhengige rådgivere utnevnt av Norges Bank og Kredittilsynet. Sekretariatsfunksjonen ble lagt til Norges Bank.

Statens Banksikringsfond traff sitt første vedtak om kapitaltilførsel til kriseutsatte banker den 18. august 1991, da fondet inngikk avtale om støttelån på kr 1 800 mill kr til Forretningsbankens sikringsfond vedrørende CBK. Like etter ble det inngått avtale om støttelån på 650 mill kr vedrørende Fokus Bank. Også Sparebanken Midt-Norge og Sparebanken Rogaland fikk høsten 1991 tilført preferansekapital fra Sparebankens Sikringsfond, delvis finansiert ved støttelån fra SBF. Preferansekapitalen hadde prioritet foran bankens egne reserver, fonds og innbetalt aksjekapital, og hadde konverteringsrett til aksjer. Krav om konvertering kunne imidlertid møtes med tilbakebetaling av hele innskuddet fra bankens side. Preferansekapitalen skulle ha avkastning tilsvarende utbytte på aksjene.

Utover høsten 1991 viste det seg at tilførselen av preferansekapital til forretningsbankene ikke var tilstrekkelig til å unngå at bankenes egenkapitaldekning falt under lovens minstekrav. Dette på grunn av store tap i bankenes utlånsporteføljer. Forretningsbankene som gruppe hadde i 1991 tap på 5,8 prosent av samlede utlån. På grunn av at egenkapitalen i bankenes egne sikringsfond var brukt opp, vedtok man ved endringslov 29. november 1991 nr 78 at SBF skulle ha adgang til også å kunne erverve aksjer,

grunnfondsbevis eller andre egenkapitalinstrumenter direkte i bankene. Fondet ble samtidig tilført ytterligere 6 mrd kr. De påfølgende dagene i desember 1991 ble bankene i rask rekkefølge tilført ulike former for egenkapital fra SBF. Den 2. desember inngikk fondet avtale om å skyte inn 3250 mill kr i preferansekapital i DnB. Samtidig ble pålydende verdi til eksisterende aksjekapital nedskrevet fra 100 til 10 kr.

Den 4. desember 1991 inngikk fondet avtale om å tegne aksjekapital for 5 140 mill kr i CBK, Av dette var kr 2 390 mill kr overkurs for å dekke opp eksisterende ubalanse. Vilkåret for aksjekapitalinnskuddet var at eksisterende aksjekapital ble nedskrevet til null på en ekstraordinær generalforsamling den 18. desember. Nedskrivning ble forkastet av generalforsamlingen og det ble ved kgl resolusjon den 20. desember vedtatt å skrive aksjene ned til null. Vedtaket ble truffet i medhold av forretningsbankloven § 32 sjette ledd annet og tredje punktum, som ga Kongen hjemmel til å beslutte nedskrivning av aksjekapitalen når generalforsamlingen ikke selv traff slikt vedtak innen fastsatt tid til tross for at det reviderte statusoppgjør viste at aksjekapitalen var tapt, jf endringslov 29. november 1991 nr 78. Staten ble med dette eneeier i CBK.

Den 11. desember 1991 inngikk fondet avtale om å tegne aksjekapital i Fokus Bank for 475 mill kr. Forutsetning for aksjekapitalinnskuddet var at eksisterende aksjekapital ble nedskrevet til null i en ekstraordinær generalforsamling. Tilsvarende som for CBK, vedtok ikke generalforsamlingen nedskrivingsforslaget, og det ble vedtatt i kgl resolusjon 20. desember. Etter innbetalingen av kapitalen ble staten eneeier i Fokus Bank.

I løpet av 1992 var tapsutviklingen i DnB slik at banken på ny måtte søke tilførsel av egenkapital fra SBF. I henhold til avtaler av 23. november og 14. desember 1992 skulle SBF tegne ny aksjekapital i DnB, under forutsetning at bankens generalforsamling vedtok å skrive ned eksisterende aksjekapital og to preferansekapitalklasser til null. Dette skjedde på DnBs ordinære generalforsamling den 30. mars 1993, og staten var med dette blitt eneeier i de tre største forretningsbankene i Norge.

3.2 Fondets vurderinger underveis

Underveis i krisehåndteringen var det ikke opplagt at resultatet ville bli at staten ble eneeier i de største forret-

ningsbankene. Myndighetenes problem var at det forelå en overhengende risiko for systemkrise i banknæringen, det vil si en situasjon der store deler av bankvesenet ikke ville kunne utføre sine løpende oppgaver knyttet til betalingsformidling og kredittgiving. Dette var r i modellen. Sammenbrudd i systemet ville skapt meget uoversiktlig konsekvenser for samfunnet, med samfunnsøkonomiske kostnader som langt oversteg de privatøkonomiske kostnader, som var begrenset til at bankenes aksjonærer tapte penger. Formålet med krisetiltakene var derfor å hindre et sammenbrudd i banksystemet og å sikre bankenes evne til å ivareta sine funksjoner og til å bevare stabiliteten og til-liten til det finansielle system. Myndighetene vurderte underveis andre løsninger enn å gå inn med eierkapital i bankene.

Fondet var i sine vurderinger bevisst på at krisetiltakene hadde samfunnsøkonomiske kostnader. De samfunnsøkonomiske kostnadene under bankkrisen var knyttet til to forhold, jf punkt 2. Kriseshåndtering kan for det første medføre en inntektsoverføringskostnad (y) og for det annet medfører det et effektivitetstap (z). Effektivitetstapet kan oppstå i to former. For det første i form av konkurranse-ridninger ved at ineffektive bedrifter opprettholdes i stedet for å gå konkurs og for det andre i form av at bankene over tid systematisk vil ta for høy risiko dersom de lærer at staten redder dem fra konkurs når krisen oppstår.⁹ Andre løsninger enn å gå inn med aksjekapital ble derfor vurdert i forhold til måloppnåelse, som var å forhindre en systemkrise, og i forhold til hvilken effekt tiltakene ville få på kriseshåndteringskostnaden. Jeg vil i det følgende kommentere noen av de løsninger som ble vurdert.

3.2.1 Bruk av garantier i stedet for kontantutbetalinger

Det ble vurdert å utstede statlige garantier for bankenes innlån i det internasjonale markedet. Videre ble det vurdert å utstede garantier for kjernekapitaldekningen i stedet for å innbetale aksjekapitalen.¹⁰ Garantier fremsto som lettere å håndtere rent administrativt, spesielt i det tilfelle at garantiene aldri ble effektuert. I tillegg ville garantier spare, eller i det minste utsette, statens kontantutbetaling. Men inntektsoverføringskostnaden og effektivitetskostna-

den ble vurdert å være om lag som ved kontantutbetaling av støtten.

Men garantier ville ikke være tilstrekkelig i forhold til bankenes kapitaldekning, i den forstand at man ikke kom rundt at forskriften om minstekrav til bankenes ansvarlige kapital stillet som vilkår at kapitalen var fullt innbetalt for at den skulle telle som kjernekapital. Utstedelse av statsgaranti for bankenes innlån i det internasjonale penge-markedet var man i tvil om ville virke etter sin hensikt, og man ønsket ikke å teste det ut. Den norske stats kredittverdighet var i 1991 en ganske annen enn dagens. Statens formuesposisjon var negativ, og i tillegg var omdømmet til den norske stat nokså frynsete etter at staten ved avviklingen av Kongsberg Våpenfabrikk i 1987 hadde latt utenlandske kreditorer ta tap. Kongsberg Våpenfabrikk var heleid av den norske stat og det kom den gang som en overraskelse på utenlandske kreditorer at den norske stat ikke tok hele tapet selv.

3.2.2 Opprettelse av «bad bank»

Opprettelse av bad bank innebærer at dårlige eiendeler fra bankens balanse løftes ut i en egen enhet, kalt bad bank. Resten av banken får da med ett både bedre kapitaldekning og kredittverdighet. Fondet vurderte at et slikt tiltak nok ville medført en raskere friskmelding av banksystemet, og således ville hatt en raskere og muligens større måloppnåelse enn tilførsel av egenkapital, altså at effekten på r kanskje ville vært større. Ulempene var imidlertid åpenbare. Inntektsoverføringen til bankaksjonærene måtte antas å bli stor fordi det foreligger asymmetrisk informasjon mellom staten og bankene om den reelle verdien på eiendelene. Bankene sitter på best informasjon og man måtte forvente at staten systematisk ville betalt for mye for lånene. Oppsiden ville også vært begrenset, og kun knyttet til lånene i bad bank. Disse argumentene omhandler inntektsoverføringskostnaden. Som tidligere nevnt er dette elementet i prinsippet ikke nødvendigvis en kostnad i samfunnsøkonomisk forstand, fordi inntekten bare omfordeles mellom aktørene i samfunnet, i dette tilfelle fra skattebetalere til bankaksjonærer og til dels ansatte. Myndighetene vurderte den gang at en omfordeling

⁹ Sistnevnte er en variant av det mer generelle problemet knyttet til tidsinkonsistens. Det kan under denne overskriften diskuteres om det er et ekte effektivitetstap, fordi first-best løsningen ikke alltid er oppnåelig. Men myndighetene kan i alle tilfelle redusere deler av effektivitetstapet gjennom de vilkår som stilles til støttmottaker.

¹⁰ Det må presiseres at fondet formelt fikk adgang til å stille egenkapitalgarantier først 8. januar 1993, og adgang til å stille garantier for innlån hadde man aldri. Men fondet vurderte likevel hensiktsmessigheten av slike og lignende tiltak underveis.

fra skattebetalere til bankaksjonærer ville utgjøre en kostnad fordi den avvek fra samfunnets preferanser for inntektsfordeling, og fondet la derfor vekt på omfordelings-elementet ved de ulike tiltak.

Også effektivitetstapet kunne også blitt større ved en bad bank løsning, idet bankene i mindre grad lærer av sine feil når aksjonærene ikke er med og tar tapet. I tillegg anså man at det ville være administrativt komplisert å håndtere utlånsmassen i bad bank, noe som ville fordyre løsningen.

3.2.3 Hybridkapital

Hybridkapital har vært mye omtalt i dagens krise som et samlebegrep for kapital som ikke er ren aksjekapital, men som ligger enten foran eller bak aksjekapitalen i prioritet. Formålet med å benytte hybridkapital kan på den ene side være at staten som den sist ankomne ønsker bedre prioritet ved eventuell nedskrivning, og på den annen side at eksisterende aksjonærer ikke vannes ut på krisesituasjonens lave aksjekurser. Hybridkapital kan derfor være et egnet instrument for staten når bankens eksisterende aksjonærer fortsatt har deler av sine verdier i behold. Preferansekapitalen som SBF tilførte bankene, enten direkte eller via bankenes egne sikringsfond var hybridkapital. Den hadde prioritet foran eksisterende aksjekapital, med konverteringsrett til aksjer. Men krav om konvertering kunne bli møtt med utløsning eller tilbakebetaling fra banken. Videre skulle preferansekapitalen ha avkastning tilsvarende utbytte til aksjekapitalen. Man beholdt preferansekapitalinstrumentet i desember 1991 i DnB, fordi aksjonærene fortsatt ble med videre. Videre tegnet fondet et konvertibelt ansvarlig lån i CBK høsten 1992. Ulempen med hybridkapital, sett fra statens side, er at den ikke gir en ubetinget rett til å være med på en eventuell opptur senere. Hvis utbytte til aksjekapitalen har vært null i perioden, og et krav om konvertering blir møtt med utbetaling, har staten ikke fått noen bedriftsøkonomisk avkastning på sitt kapitalinnskudd. Det har i stedet funnet sted en inntektsoverføring til private aksjonærer i den grad staten har båret risiko uten å få betalt, og effektivitetskostnadene er til stede på lik linje som når staten skyter inn aksjekapital.

3.2.4 Strukturløsninger

Som alternativ og supplement til innskudd av kapital i bankene vurderte fondet ulike former for strukturløsning-

er. Med strukturløsninger menes sammenslåing og/eller oppsplitting av enheter i næringen. Strukturløsninger ble vurdert i hovedsak med hensyn på å få ned effektivitetstapet (z) i banksektoren som uvergelig oppsto når staten gikk inn og reddet bedrifter som reelt sett var konkurs. Tenkningen var at når staten oppkapitaliserer og redder banker som egentlig har bevist sin ineffektivitet ved at de er konkurs, så påhviler det staten en plikt til å lete med lys og lupe etter effektiviseringsmuligheter. Effektivisering kan i ytterste konsekvens finne sted gjennom strukturløsninger. Ingen av de vurderte strukturløsningene fant sted. I stedet satte man krav til effektivisering innen de bestående enheter, jf neste punkt.

3.3 Vilkår til bankene

Fondet inngikk for hver kapitaltilførsel en særskilt avtale med bankene som mottok støtte. I disse avtalene stilte fondet en rekke vilkår knyttet til volumreduksjoner og kostnadsreduksjoner. Bankene skulle utarbeide og legge frem planer som viste hvordan driften på kort sikt skulle gå i regnskapsmessig balanse. Dette innebar krav om kostnadsreduksjoner, reduksjon i antall ansatte og reduksjon i forvaltningskapital. Videre skulle bankene redegjøre for hvordan de på noe lengre sikt skulle oppnå et driftsresultat som ga forretningsmessig avkastning på egenkapitalen. Bankene hadde en omfattende rapporteringsplikt til fondet og fondet satte ved noen korsveier krav om skifte i ledelsen og styrende organer som vilkår for kapitaltilførselen. Disse vilkårene var utformet med sikte på å redusere effektivitetstapet z.

3.4 Resultat av krisehåndteringen

Under bankkrisen var det aldri et mål for staten å bli eneaksjonær i landets tre største forretningsbanker, noe som understrekes av det etterfølgende hendelsesforløp. Allerede desember 1993 solgte fondet seg ned i CBK og i 1994 solgte det seg ned i DnB. Resterende eierandeler i bankene ble overført til Statens Bankinvesteringsfond, som var opprettet for å være eier på forretningsmessige vilkår i bankene.¹¹ Restene av det statlige eierskapet som oppsto under bankkrisen på 90-tallet finner vi i dag igjen ved at staten eier 34 prosent i DnB Nor ASA. Eierskapet forvaltes av nærings- og handelsdepartementet.

Hvordan ser så det samfunnsøkonomiske regnestykket ut etter bankkrisen? For det første unngikk man en system-

¹¹ Opprettet ved lov av 29. november 1991 nr 78.

krise, dvs effekten på r er uomtvistelig. Hva med krisehåndteringskostnadene? Inntektsoverføringen (y) er beregnet av Harald Moen, på oppdrag fra Norges Bank.¹² Han beregnet den neddiskonterte nåverdien av statens investeringer pr utgangen av 2001 til pluss 5,7 mrd kr.¹³ Dette innebærer at det ble overført inntekt fra bankenes aksjonærer til staten under bankkrisen. Hvorvidt denne motsatte inntektsoverføringen representerer en kostnad eller ikke, avhenger av samfunnets preferanser for inntektsfordeling, og kan derfor diskuteres. Det oppsto imidlertid et effektivitetstap (z) som følge av de statlige tilførselene av kapital. For det første ved at bedrifter som reelt sett var konkurs ble opprettholdt og videreført. Dette var banker som egentlig skulle vært svekket i konkurransen med andre banker som ikke hadde pådratt seg like store tap og i konkurransen med nyetablerte banker, uten en stor tapsportefølje i bagasjen. I stedet oppkapitaliserte staten bankene og de fremsto som styrket i konkurransen med andre aktører. Konkurransesvridningen ble forsterket av at bankenes nye ledelse, når først all privat kapital var tapt, hadde insentiv til å ta godt i når tapene ble beregnet, fordi dette økte sannsynligheten for egen suksess i fremtiden. Denne insentivstrukturen tilsa at krisebankene ble oppkapitalisert mer enn et forventningsrett estimat på tap på utlån skulle tilsi. Fondet forsøkte så langt mulig å ta høyde for denne insentivstrukturen gjennom blant annet å bruke uavhengige tredjemenn til å gå gjennom bankenes utlånsporteføljer, men man klarte nok bare til en viss grad å kompensere for den iboende mekanismen. Effektivitetstapet som følger av statlig inngripen kom til uttrykk ved at krisebankene i lang tid fremover fikk fordeler i konkurransen overfor banker som under krisen ikke måtte ha tilførsel av statlig kapital. Når tidene bedret seg, kunne krisebankene tilbakeføre deler av kapitalen som var avsatt til tap på utlån. Sparebanken Nor var en stor bank som ikke fikk statlig kapital under bankkrisen. I tillegg var det mange mindre sparebanker som ikke fikk statlig kapitaltilførsel.

For det annet oppsto det et effektivitetstap som følge av at bankene ikke til fulle måtte ta konsekvensene av at de hadde tatt for høy risiko. Bankene beholdt oppsiden, men måtte bære bare deler av nedsiden selv, slik at insentivet til å korrigere egen adferd i fremtiden ble forstyrret. Myndighetenes inngripen førte til at bankene ikke lærte av sine feil, men i stedet lærte at myndighetene kom dem til

unnsetning når resultatet av bankens dårlige forretningsmessige vurderinger ble avdekket. At de private aksjonærene måtte bære deler av tapet og at ledelsen og styret i bankene ble skiftet ut, var imidlertid med på å redusere denne varianten av effektivitetstap.

Sett under ett er det mye som taler for at kriseløsningen under bankkrisen på 90-tallet var godt utformet i den forstand at den minimerte de samlede samfunnsøkonomiske kostnader knyttet til krisen, eller var nær ved å treffe minimumspunktet til kostnadsfunksjonen (K), jf punkt 2. Denne vurderingen er i noen grad avhengig av hvilken vekt en legger på inntektsomfordelingselementet.

3.5 Kritikk av krisehåndteringen i 1991-93

Det fremkom, ikke uventet, kritikk av krisehåndteringen både underveis og i ettertid. Bankaksjonærene som ble nulltet i de tre forretningsbankene var kritiske. Axel Damman skrev boken «DnB-banken som ble ranet forskriftsmessig», og mente med tittelen å antyde at det var Kredittilsynets forskrifter om så vel tapsføring som beregning av ansvarlig kapital, som hadde bidratt til de store utlånstapene. I tillegg ble Norges Bank kritisert for å ha tilført banksystemet for mye likviditet, noe som i kombinasjon med finansdepartementets endring av skattereglene for rentefradrag, la grunnlaget for en massiv utlånsvekst i årene forut for krisen. I kjølvannet av kritikken vedtok Stortinget 30. mai 1997 å sette ned et granskingsutvalg, Smith-utvalget, som skulle gjennomgå ulike årsaksforhold knyttet til bankkrisen, med særlig vekt på myndighetenes rolle.¹⁴ Utvalget påpekte noen uheldige forhold på myndighetenes side, men konkluderte med at myndighetenes rolle ikke var utslagsgivende for det utfallet som forelå. For å bruke en analogi til strafferetten, så holder det ikke at mistenkte har gjort noe som dekkes av beskrivelsen i et straffebud. Han må i tillegg ha utvist straffbar hensikt, også kalt subjektiv skyld. Og det var nok her kritikken kom til kort. Gitt at myndighetene hadde et mål om å rane bankaksjonærene, kunne de neppe gjort det på en bedre måte. Men vilkåret om at de hadde til hensikt å rane bankaksjonærer, kan vanskelig sannsynliggjøres.

I tillegg kom det tidvis kritikk fra banker som ikke hadde mottatt statlig kapital om at de oppkapitaliserte bankene

¹² Harald Moen var en av fondets to faste eksterne rådgivere.

¹³ Beregningen er publisert i Norges Bank Working Paper 2003/6.

¹⁴ Innst. S. nr 141 (1998-99).

fikk en konkurransefordel, jf forrige avsnitt. Denne kritikken var etter min mening meget berettiget sett fra den enkelte banks ståsted. Men sett fra myndighetenes side, var dette effektivitetstapet bare ett element i det samlede regnestykke, og størrelsen på effektivitetstapet var nok godt innenfor det man var innstilt på å akseptere for å unngå en systemkrise. I 1993 var det heller ikke et EU/EØS-statsstøtteregulativ å forholde seg til, slik at staten sto nokså fritt når den fordelte krisehåndteringskostnadene på ulike samfunnsaktører.

4 FINANSKRISEN 2007 –

Tiltak som involverer finansinstitusjoner under finanskrisen kan så langt inndeles i tre kategorier. Etter at noen større banker kom i en akutt likviditetskrise oktober 2008, etablerte myndighetene ved finansdepartementet den såkalte byttelånsavtalen, som administreres av Norges Bank. Den vil jeg i tråd med medieomtalen kalle bankpakke I. Deretter oppsto det nok en likviditetskrise, denne gang i en spesialisert institusjon som ikke har bankstatus, nemlig Eksportfinans. Og til sist la regjeringen den 8. februar 2009 frem tiltak som blant annet åpner for at staten skal gå inn med kjernekapital i solvente banker. Sistnevnte tiltakspakke omtaler jeg bankpakke II. Jeg vil i det følgende gjennomgå de ulike tiltak og underveis vurdere hvordan de etablerte tiltak virker på myndighetenes målfunksjon, slik jeg definerte denne i avsnitt 2.

4.1 Byttelånsavtalen

Byttelånsavtalen ble opprettet for å bedre bankenes tilgang på finansiering i interbankmarkedet. Myndighetenes problemformulering var at det forelå en tillitskrise i interbankmarkedet, og de privatøkonomiske kostnadene av denne tillitskrisen var lavere enn de antatte samfunnsøkonomiske kostnader av et sammenbrudd i interbankmarkedet. Finansdepartementet etablerte derfor i oktober 2008 en byttelånsordning der bankene får låne statspapirer av staten i bytte mot obligasjoner med fortrinnsrett, heretter forkortet OMF.¹⁵ Ordningen har en samlet ramme på 350 mrd kr for årene 2008 og 2009. Stortinget vedtok ord-

ningen på bakgrunn av St.prp. nr 5 (2008-2009). Ordningen gir bankene mulighet til å stille statspapirene som sikkerhet for nye lån eller selge dem for å bedre sine innlånsmuligheter. Pr 16. april er 89 mrd kr av ordningen benyttet. Det er ikke offisielt hvilke banker som deltar eller hvilket volum den enkelte bank får tildelt i auksjonen. Unntaket er den første auksjonen som fant sted 24. november, da Norges Bank bekreftet at DnBNor var eneste deltaker og fikk tildelt hele auksjonsvolumet på 10 mrd.kr.

Bankene får ikke tildelt statspapirer krone mot krone mot OMF, men må betale et vederlag som fastsettes i auksjonen mellom bankene. Norges Bank informerer på forhånd hvilket volum som skal auksjoneres og hvilke løpetider, og bankene byr et påslag til Nibor-renten de siste fem dager før auksjonen.¹⁶ Det er imidlertid fastsatt en minstepris i auksjonen som er knyttet til statspapirrenten for de papirer som auksjoneres i den aktuelle auksjonen. Minsteprisen er statspapirrenten pluss 40 basispunkter (bp). Siden det er hollandsk auksjon, tildeles hele auksjonsvolumet til den høyeste renten av minsteprisen og det bankene har bydd i forhold til Nibor-renten. Alle auksjoner pr 16. april har gått til minstepris, altså et påslag på 40 bp over statsrisiko for tilsvarende løpetid.

Regjeringen hevder at dette ikke er statsstøtte, verken i juridisk eller økonomisk forstand.¹⁷ Jeg har argumentert for at ordningen er statsstøtte både i juridisk og økonomisk forstand.¹⁸ Andre har argumentert for at det er statsstøtte i økonomisk forstand.¹⁹ Det er et vilkår for at noe skal være statsstøtte i juridisk forstand, at tiltaket innebærer en økonomisk fordel for mottakeren.²⁰ Dersom transaksjonen mellom staten og motparten skjer til markedspris, er imidlertid dette etter rettspraksis i EU-domstolen et argument for at vilkåret om økonomisk fordel ikke er oppfylt, og følgelig at tiltaket ikke er statsstøtte. Regjeringens begrunnelse for at byttelånsavtalen ikke er statsstøtte er nettopp at transaksjonen skjer til markedspris, fordi bankene byr i en auksjon seg imellom. Men når markedsplassen består av kun norske banker og attpåtil er preget av at en aktør har behov for en så vidt stor andel av

¹⁵ Opprinnelig boliglån med pant innenfor 70 prosent av takst. I januar 2009 ble ordningen utvidet til også å omfatte obligasjoner med fortrinnsrett i næringslån og kommunelån.

¹⁶ Formelen er at auksjonsrenten blir Nibor(5) +x+y. Bankene byr y. x er fastsatt av Norges Bank på forhånd etter eget skjønn.

¹⁷ Se St.prp. nr 5 (2008-2009) side 2.

¹⁸ Innlegg i Dagens Næringsliv 17.oktober

¹⁹ Økonomiprofessor Kjetil Storesletten i en kronikk i Aftenposten 9. januar 2009.

²⁰ EØS art 61 (1) inneholder fem kumulative vilkår for at et tiltak er statsstøtte. Det er ikke omtvistet at de øvrige fire er oppfylt.

auksjonsvolumet at aktøren ikke er pristaker, blir argumentet om at prisen er markedsmessig fastsatt, kun et retorisk poeng som bidrar til å tilslore realiteten, nemlig at ordningen inneholder statsstøtte. Jeg mener det ikke kan være tvil om at byttelånsavtalen innebærer en økonomisk fordel for bankene. Alternativet for bankene er å hente inn kapital til adskillig høyere rente enn statsrenten pluss 40 bp, eventuelt ta konsekvensen av å ikke hente inn kapital.

Regjeringen notifikerte ikke ordningen til ESA, men ESA iverksatte på eget initiativ en evaluering av byttelånsavtalen i forhold til statsstøtteregelverket. De konkluderte i et ikke offentliggjort notat datert 18. desember 2008 med at dette ikke var statsstøtte i juridisk forstand. ESA begrunnet sitt standpunkt med en uttalelse i Kommisjonens meddelelse av 13. oktober, som unntar sentralbankens aktiviteter knyttet til pengepolitikken, som for eksempel markedsoperasjoner og standard lånefasiliteter for bankene, fra statsstøtteregelverket.²¹ ESA skriver at riktignok er det ikke Norges Bank, men finansdepartementet, som er bankenes motpart i byttelånsavtalen, men ESA kan ikke se at denne forskjellen er avgjørende for utfallet av vurderingen. Dette synes jeg blir en underlig argumentasjonsrekke, all den tid man må anta at Norges Bank i forkant av etableringen av byttelånsavtalen gjorde en selvstendig vurdering av hvorvidt de i henhold til eksisterende regelverk kunne stå som motpart. Og hvor konklusjonen etter alt å dømme ble at en ordning hvor sentralbanken står som motpart, ikke ligger innenfor rammene til sentralbankens virkemiddelbruk slik denne defineres av eksisterende lover og forskrifter. At ESA i ettertid vurderer tiltaket som om Norges Bank likevel sto som motpart, innebærer i så tilfelle i realiteten en tilsidesettelse av Norges Banks egen vurdering av hva som er grensene for sentralbankens virkemiddelbruk innenfor eksisterende regelverk.

Diskusjonen om dette er statsstøtte i juridisk forstand eller ei, blir likevel av hypotetisk praktisk interesse, fordi tiltaket i alle tilfelle ville kommet inn under unntaksbestemmelsen i art 61(3) bokstav b, som gir unntak til statsstøtteiltak som har til formål å bøte på en alvorlig økonomisk forstyrrelse i økonomien til et medlemsland. Men regjeringens retorikk rundt spørsmålet da tiltakene ble presen-

tert var likevel viktig, og jeg mener at fokuset på at dette ikke var statsstøtte, bidro til at staten stilte seg i en dårligere forhandlingsposisjon enn nødvendig når nye tiltak overfor banknæringen skulle utformes.

Myndighetene burde i stedet presisert at det kan være et skille mellom statsstøtte i juridisk forstand og statsstøtte i økonomisk forstand, og understreket at byttelånsavtalen er statsstøtte i økonomisk forstand, og at det derfor i prinsippet kunne bli stillet vilkår til bankene som deltar i ordningen. Som vi vil se under punkt 4.2 ble det bare noen uker senere stillet vilkår til en annen finansinstitusjon som mottok likviditetsstøtte fra staten.

Byttelånsordningen virker godt på måloppnåelsen, som er å redusere effekten av den realøkonomiske krisen (r), ved at sannsynligheten for likviditetsmessig sammenbrudd i banker reduseres. Tilførsel av likviditet til banksystemet bidrar igjen til at bankene kan tilføre likviditet til bedrifter og husholdninger. I tråd med det jeg har sagt over, mener jeg imidlertid at tiltaket har både en inntektsoverførings-effekt (y) til bankenes aksjonærer og en effektivitetskostnad (z). Inntektsoverføringseffekten består av at staten låner bort sin kredittverdighet uten å ta markedspris for denne. I dagens situasjon med en meget kredittverdig norsk stat kan en kanskje forledes til å tenke på statens kredittverdighet som et svakt fellesgode med eksklusjonsmuligheter, med en marginalkostnad lik null, i alle fall for små endringer i bruken av den. Men dette blir ikke korrekt, fordi staten alternativt kunne solgt sin kredittverdighet i markedet, og fått langt mer enn 40 basispunkter som betaling for tilsvarende byttehandler. Det følger at statens kredittverdighet alltid har en marginalkostnad. Derfor foreligger det en inntektsoverføring til bankenes aksjonærer som følge av byttelånsavtalen.²² Hvor stor kostnad det er knyttet til denne inntektsoverføringen vil bero på det absolutte beløp samt i hvilken grad den resulterende inntektsfordelingen avviker fra samfunnets preferanser for inntektsfordeling.²³ Preferanser for inntektsfordeling er et politisk spørsmål. Som økonom bør en bare påpeke at retningen vil være at dess mer samfunnet misliker statlige overføringer til bankaksjonærer, dess større kostnad. Og vice versa. Det skal nevnes at det forhold at staten i

²¹ Se EU-Kommisjonens meddelelser av 13. oktober 2008, 5. desember 2008 og 25. februar 2009 som presiserer forståelsen av statsstøttereglene under finanskrisen.

²² Husk at eventuell positiv effekt på den realøkonomiske krisen, for eksempel ved at statens kredittverdighet kan påvirkes av den generelle tilliten til nasjonens banksystem, kommer til uttrykk i r.

²³ Det absolutte beløp kan i prinsippet beregnes ut fra markedspriser for påslag på statspapiere for tilsvarende sikkerhet som byttes mot statspapiere og med samme løpetid som papirene i auksjonen.

utgangspunktet eier 34 prosent i DnB fører til at kostnaden reduseres, alt annet like.

Tiltaket har dessuten effektivitetskostnader (z). Disse vil avhenge av i hvilken grad tiltaket er tilpasset banknæringen som helhet eller er tilpasset enkeltbankers behov. Sistnevnte tilfelle gir større effektivitetskostnader. I tillegg vil det uansett være en effektivitetskostnad i det bare banker, og ikke bedrifter eller andre finansinstitusjoner, får delta i auksjonen. Også effekter knyttet til manglende læring er aktuelle. De banker som i forkant av likviditetskrisen hadde valgt en kort finansieringsstruktur for sine innlån, måtte ikke bære konsekvensen av sine dårlige forretningsmessige vurderinger. Samlede effektivitetskostnader er vanskelig å anslå, men de er etter min mening utvilsomt positive.

Effekt på K , dvs nettoen av effekt på r , y og z , tror jeg var negativ, altså var tiltaket var samfunnsøkonomisk lønnsomt å gjennomføre.

4.2 Statslån til Eksportfinans

Eksportfinans er en spesialisert institusjon som driver med utlån til norsk eksportindustri. En stor andel av utlån som gis har garanti fra Garanti-instituttet for Eksportkreditt (GIEK). Staten eier 15 prosent i Eksportfinans, i tillegg er 28 andre banker inne på eiersiden, med DnBNor som største eier med 40 prosent. Eksportfinans finansierer sin virksomhet ved å legge ut lån i fremmed valuta. På grunn av den lave kredittrisikoen ved virksomheten har Eksportfinans tradisjonelt hatt høy rating. Ulike forhold internt i Eksportfinans i kombinasjon med finanskrisen førte imidlertid til at Eksportfinans mistet tilgang til langsiktig funding til akseptable vilkår i det internasjonale pengemarkedet. Samtidig hadde myndighetene en målsetting om å øke tilgangen til likviditet i eksportrettet industri, og GIEKs garantirammer ble i oktober og november økt med til sammen 60 mrd. kr. Men finansieringen av rammeøkningen manglet. Staten besluttet derfor å gi Eksportfinans lån med en samlet ramme inntil 50 mrd kr over en toårsperiode, med løpetid inntil fem år.²⁴ Lånene skal i henhold til avtalen mellom staten ved nærings- og handelsdepartementet (NHD) og Eksportfinans bære en

markedsmessig fastsatt rente. Det er ikke offentlig hvordan renten konkret fastsettes.

Staten stilte vilkår til likviditetstilførselen til Eksportfinans. For det første tegnet staten en preferanseaksje pålydende kr 10500, som skal ha preferert avkastning på 22,5 prosent av årsoverskuddet så lenge lån fra staten løper.²⁵ I tillegg stilte staten krav til at godtgjørelsen til ledende ansatte skulle fryses ut 2010 og den betinget seg en nærmest ubegrenset innsynsrett i institusjonens drift.

Det er verdt å merke seg at Eksportfinans var i en likviditetskrise, ikke i en soliditetskrise. Og likviditetskrisen var trolig mindre akutt enn den var i enkelte banker i oktober i forkant av etableringen av byttelånsavtalen. På tross av at myndighetene i begge tilfeller sto overfor finansinstitusjoner som var i likviditetskrise, valgte man å håndtere de to situasjoner svært forskjellig. Ved implementeringen av byttelånsavtalen stilte ikke staten vilkår til de deltakende bankene i form av lønnsbegrensninger eller eieravkastning. Men overfor Eksportfinans ble det stilt harde vilkår, særlig er preferanseaksjens avkastning et hardt vilkår. Forskjellen i vilkår kan etter min mening ikke begrunnes i at bankene gjennom byttelånsavtalen stiller pant for sine lån, i motsetning til Eksportfinans. Eksportfinans kunne også verdipapirisert deler av sin utlånsside til obligasjoner. Fordi en stor andel av Eksportfinans' utlån har delvis statsgaranti, ville slike obligasjoner hatt bedre sikkerhet enn mange av de OMFer som bankene bytter mot statspapiere. Denne forskjellen i håndtering gir etter min mening grunn til undring. Forskjellen kan skyldes at det var gått noe tid mellom tiltakene og kriseforståelsen derfor hadde økt hos myndighetene. Eller den kan skyldes at likviditetskrisen i bankene var mer akutt enn det som er kommet frem i media, og at tiden til å vurdere og utforme passende vilkår derfor ikke strakk til. Og forskjellen kan skyldes at statens forhandlingsposisjon overfor Eksportfinans var sterkere enn overfor bankene, idet virksomheten i Eksportfinans er enklere å duplisere på statens hånd enn utlånsvirksomheten i bankene.²⁶ Men myndighetene hadde i sistnevnte tilfelle likevel mulighet til å stille vilkår i forbindelse med byttelånsavtalen. Vilkår i forbindelse med byttelånsavtalen kunne redusert krisehåndteringskostnadene. Inntektsoverføringen kunne blitt redusert ved at staten betinget

²⁴ Se St.prp. nr 32 (2008-2009).

²⁵ Preferert avkastning innebærer at preferanseaksjen skal ha sin avkastning før det evt utbetales utbytte til aksjonærene.

²⁶ Det kan nok stilles spørsmålsteget ved om ulovfestede forvaltningsrettslige prinsipper om likebehandling i så tilfelle burde gå foran en slik tilnærming fra statens side.

seg en opsjon på eieravkastning og effektivitetstapet kunne blitt redusert gjennom at staten for eksempel stilte hardeste vilkår til de banker som *ex ante* trengte tiltaket mest.²⁷

Videre er det verdt å merke seg at det var NHD som var motpart i avtalen med Eksportfinans, ikke finansdepartementet. NHD er riktignok det departement som forvalter eierskapet i Eksportfinans, men desto større grunn burde det være for at dette departement ikke skulle stå for krisehåndteringen.

Den samfunnsøkonomiske effekten av lånet til Eksportfinans kan igjen deles i tre; effekt på den realøkonomiske krisen (*r*), inntektsoverføringskostnad (*y*) og effektivitetskostnad (*z*). Effekt på *r* er negativ, og tiltaket har god måloppnåelse i den forstand at det nokså sikkert øker likviditetstilførselen til eksportrettet industri, i tråd med myndighetenes intensjoner. Inntektsoverføringskostnaden (*y*) er liten, eller negativ, på grunn av preferanseaksjens avkastning. Effektivitetskostnaden er det vanskelig å si noe sikkert om, så lenge vi ikke kjenner til hvordan renten fastsettes. I Norge vil konkurransevidringer kunne oppstå særlig i forhold til Kommunalbanken, som har nokså lik innlånsside som Eksportfinans. For øvrig kan også konkurransevidringer i forhold til andre næringer i Norge kunne gi grunnlag for et effektivitetstap. Konkurransevidringer overfor utlandet gir ikke et innenlandsk effektivitetstap *z*, men kan i prinsippet føre til at tiltaket ikke går klar av EØS-reglene om statsstøtte, dvs støtter an mot begrensningen *Z*. Tiltaket ble notifisert til ESA og godkjent den 30. januar 2009. ESA vurderte at tiltaket ikke falt inn under art 61(1), dvs at det ikke inneholdt statsstøtte. Begrunnelsen var både at renten på lånet var markedsmessig fastsatt og preferanseaksjens avkastning.

4.3 Bankpakke II

Regjeringen presenterte 9. februar tiltak som skal styrke kreditttilførselen til norsk næringsliv og husholdninger, også omtalt som bankpakke II.²⁸ Denne tiltakspakken inneholdt to hovedelementer; Statens finansfond og Statens obligasjonsfond. Statens obligasjonsfond er opp-

rettet ved egen lov. Fondet er ikke et eget rettssubjekt, men navnet på et separat kroneinnskudd i Statens pensjonsfond - Norge. Forvaltningsstrategien til fondet fastsettes av finansdepartementet, og staten bærer den finansielle risikoen knyttet til verdipapirene. Fondet vil bare kunne investere i obligasjoner utstedt av rettssubjekter hjemmehørende i Norge og investeringene skal være dominert av obligasjoner med moderat risiko.²⁹ Det er uttalt at investering i bankpapirer vil utgjøre en stor andel av investeringene i Statens obligasjonsfond.³⁰ I så måte er også obligasjonsfondet et tiltak rettet mot bankene, idet fondet vil øke bankenes muligheter for finansiering. Men siden dette tiltaket også favner bredere enn bare finansnæringen, vil jeg konsentrere den videre fremstilling av bankpakke II om finansfondet.

Statens finansfond ble opprettet ved egen lov og som eget rettssubjekt med et eget styre. Fondet har foreleggelsesplikt for finansdepartementet i alle viktige saker og departementet har instruksjonsrett over fondet i enkeltsaker. Fondet ble ved opprettelsen tilført 50 mrd kr. Fondets formål er å bidra midlertidig med kjernekapital til norske banker for å styrke bankene og sette dem bedre i stand til å opprettholde normal utlånsvirksomhet, jf lovens § 1.

Statens finansfond er et virkemiddel med formål å bidra til økt likviditetstilførsel til norske bedrifter og husholdninger. Ved å styrke bankenes egenkapital, antar myndighetene at likviditetstilgangen vil forbedres, og derved at effekten på den realøkonomiske krisen (*r*) vil realiseres. Det er altså ikke bankene som er det primære målet for krisetiltakene, men bankene er verktøyet myndighetene må benytte for å nå det endelige målet, nemlig økt kapitaltilførsel til husholdninger og bedrifter. Sammenhengen mellom økt kjernekapital og økte utlån er imidlertid etter min mening tvilsom. Dette syn støttes av erfaringene i Europa som har noen måneders erfaringer med såkalt «precautionary recapitalisation».³¹ Norske myndigheter har erkjent at man ikke kan stille juridisk bindende vilkår til bankene om å øke utlån og formuleringen i Ot.prp. nr 35 om dette er som følger: «Det kan også være aktuelt at banken må bekrefte at formålet med statlig kapitalinnskudd er å styr-

²⁷ Vilkårsstillelse forutsetter imidlertid at myndighetene vurderte byttelånsavtalen som statsstøtte, noe de altså ikke gjorde, jf avsnitt 4.1.

²⁸ Se Ot.prp. nr 35 (2008-2009).

²⁹ Jf forskrift til lov om Statens obligasjonsfond fastsatt 18. mars 2009.

³⁰ Ot.prp. nr 35 (2008-2009) side 34.

³¹ Begrepet innføres i Kommisjonens meddelelse av 5. desember og effekten evalueres i meddelelsen av 25. februar 2009 punkt (5).

ke bankens utlån til husholdninger og næringsliv». ³² Det følger av dette at staten vil ha få eller ingen tvangsmidler å sette inn overfor banker som mottar kapitalinnskudd, men som ikke øker utlånene.

Man kan riktignok i teorien anta at sammenhengen mellom økt kjernekapital og utlånsvekst er positiv. Men bankenes marginale utlånstilbøyelighet bestemmes også av det eksterne risikobildet, kall det gjerne konjunkturer, eller r^* i modellen. Dersom konjunktursituasjonen utvikler seg svært negativt, noe som har vært tilfelle i Europa, vil denne effekten dominere den interne effekten som følger av nivået på kjernekapitalen i forhold til lovens minstekrav. Og da vil måloppnåelsen av å opprette Statens finansfond kunne bli liten.

Inntektsoverføringskostnaden (y), vil avhenge av de konkrete vilkår på kapitalinnskuddet. ³³ Vilkår vil si inngangspris i tilfelle kapitalinnskuddet er i form av aksjer, løpende avkastning, prioritet under løpende drift og prioritet ved eventuell avvikling, eventuell konverteringspris og eventuell innløsningsrett på bankenes hånd. Vilkårene vil bli gjenstand for forhandlinger mellom banken som har søkt om kapitalinnskudd og Statens finansfond, og det er derfor for tidlig å si noe om inntektsoverførings-elementet. Men det er på det rene at det vil måtte ligge inntektsoverføring i vilkårene. I motsatt fall vil ikke bankene ønske å benytte seg av tilbudet. Størrelsen på inntektsoverføringselementet må vurderes på bakgrunn av den informasjonen som er tilgjengelig på tidspunktet for kapitaltilførsel, dvs med det risikobildet som på det tidspunkt foreligger. I prinsippet kan inntektsoverføringselementet beregnes som avviket i forhold til hva tilsvarende kjernekapital fra private investorer ville kostet bankenes aksjonærer. Spørsmålet om inntektsoverføringen utgjør en kostnad avhenger av myndighetenes preferanser for inntektsfordeling. Med bakgrunn i erfaringene fra bankkrisen på 90-tallet, hvor man søkte å minimere inntektsoverføringen til bankaksjonærer og ansatte, er det rimelig å anta at myndighetene vil vurdere dette som en kostnad. Synspunktet støttes for øvrig av uttalelser i St.prp. nr 35.

For banker som inngår avtale med Statens finansfond om kjernekapitalinnskudd, skal det settes vilkår til godtgjørelsen til institusjonens ledende ansatte. Det sies at for-

målet med slike vilkår er at skattebetalernes interesse ver-nes. I dette ligger at en tar sikte på at vilkårene knyttet til lønn vil redusere inntektsoverføringseffekten av tiltaket, og følgelig at myndighetene vurderer inntektsoverføringen som en kostnad. Etter min mening er betingelser om begrensninger i godtgjørelser til ledende ansatte ikke spesielt godt egnet til å redusere inntektsoverføringskostna-den. For det første er det ikke de ledende ansatte som har høyest avlønning i bankene. I så måte ville det være mer hensiktsmessig å sette en maksimal grense på godtgjørelsen til de 30 høyest avlønnede personer i hele organisasjonen, inklusive verdipapirforetaksavdelingene. Men for det andre vil de beløpsmessige konsekvenser av begrensninger på godtgjørelsen uansett ikke være så stor at det monner i inntektsoverføringskostnaden. Slaget om størrelsen på inntektsoverføringen vil stå når vilkårene for kapitalinnskuddet skal fastsettes. Vilkår om godtgjørelse for ledende ansatte er i hovedsak symbolpolitikk, og kan i beste fall ha en effekt på effektivitetskostnaden, jf neste avsnitt.

Tiltaket Statens finansfond vil også ha effektivitetskostnader (z). For det første vil statlige inngrep i en næring, føre til vridning i konkurranseforholdet mot andre næringer, som ikke mottar støtte. Banker blir gjennom kapitaltilførselen fra staten gjort i stand til å øke sin aktivitet utover det som følger av markedstilpasningen og dette medfører en vridning i favør av banknæringen. For det annet er det noen banker som i utgangspunktet har større behov for statlig kapitaltilførsel enn andre banker, og tiltaket vil vri konkurransen i favør av de banker som ex ante trengte kapitaltilførselen mest. Uten kapitaltilførsel som innebærer subsidierte vilkår i forhold til markedsløsningen, ville disse banker måttet betale mer, og ergo vært dårligere stillet i konkurransen enn de blir når staten griper inn. Effektivitetstap i form av manglende korrigerende av bankenes adferd er også aktuelt. Vilkår om begrensninger i godtgjørelse til ledende ansatte kan motvirke sistnevnte effekt.

Opprettelsen av Statens finansfond skal notifiseres til ESA som statsstøtte i henhold til EØS art 61(1). ESA vil da vurdere om statsstøtten er lovlig med hjemmel i art 61(3) bokstav b, om tiltak med sikte på å bøte på en alvorlig forstyrrelse i en medlemsstats økonomi. EUs overvåkingsor-

³² Side 30.

³³ Og av avviket mellom inntektsfordelingen som oppstår og den opprinnelige inntektsfordelingen i samfunnet og myndighetenes preferanser for inntektsfordeling.

gan Kommisjonen, har i løpet av høsten 2008 og våren 2009 gjennom tre meddelelser presisert vilkårene i statlige krisepakker overfor finansnæringen, for at disse skal kunne godkjennes som lovlig statsstøtte i henhold til art 61(3).³⁴ Det er ennå uklart hvilke vilkår Statens finansfond vil stille til bankene, men de vil trolig se hen til Kommisjonens meddelelse av 5. desember og praksis ved godkjenning av EU-statenes krisepakker når vilkårene utformes. I følge Ot.prp. nr 35 tas det sikte på å notisere ordningen som sådan. Før ordningen kan notiseres må det imidlertid foreligge noe mer konkret om vilkårene for kapitaltilførslene. Det er varslet en forskrift til loven, men den er i skrivende stund ikke kommet.

Jeg tror ikke den juridiske begrensningen i EU/EØS-statsstøtteregelverket vil være den effektive begrensningen på hvor mye statsstøtte kapitaltilførslene vil inneholde. De politiske preferanser for hva som er akseptabel størrelse på inntektsoverføringen fra skattebetalere til bankaksjonærer vil trolig slå inn først. Det ligger imidlertid en fare i at instrumentene man benytter ved kapitaltilførselen blir så komplekse og ugjennomtregelige for menigmann, at politikerne ikke oppdager størrelsen på inntektsoverføringen før det er for sent. Og i tillegg er dette beslutninger som skal tas under stor usikkerhet, noe som vanskeliggjør prisingen av tilførslene. Usikkerheten er knyttet både til konjunkturutviklingen, som fastsetter den eksogene r^* , og til den anslåtte effekten på r av krisehåndterings tiltakene.

4 OPPSUMMERING

Dersom de samfunnsøkonomiske kostnader ved svake eller insolvente finansinstitusjoner er større enn de bedriftsøkonomiske kostnader, er det ifølge økonomisk teori grunnlag for at staten griper inn med tiltak som styrker finansinstitusjonene. Det er imidlertid viktig å huske på at krisetiltak, det være seg byttelånsavtaler eller oppkapitalisering av banker, også har samfunnsøkonomiske kostnader. Krisehåndteringskostnadene må derfor veies opp mot gevinsten man får ved å redusere effektene av den realøkonomiske krisen. Og det er nettoeffekten på de samlede samfunnsøkonomiske kostnader som er korrekt beslutningsvariabel. Myndighetene skal altså velge den pakken av tiltak som minimerer de samlede samfunnsøkonomiske kostnader ved krisen.

På 90-tallet var denne modellens skisserte tenkning sentral i myndighetenes håndtering av bankkrisen. Den gang var man ikke underlagt eksterne begrensninger knyttet til størrelsen på effektivitetstapet i form av et EU/EØS-regelverk om ulovlig statsstøtte, men mange av vilkårene som ble stillet overfor bankene reflekterte likevel en målsetting om å minimere effektivitetstapet, gitt det valgte tiltaket. Og i valget mellom ulike tiltak, så man hen til både inntektsoverførings- og effektivitetskostnader ved tiltakene. Når man i dag er underlagt EU/EØS statsstøtteregelverket, må man ikke ledes til å tro at det som er tillatt innenfor det juridiske regelverket, automatisk er akseptabelt også i en bredere kontekst hvor målet er samfunnsøkonomisk lønnsomhet.

Derfor er det viktig å minne om forskjellen mellom statsstøtte i juridisk forstand og statsstøtte i økonomisk forstand. Statsstøtte i økonomisk forstand består både av en inntektsoverføringskostnad og en effektivitetskostnad. EU/EØS-statsstøtteregelverket regulerer kun størrelsen på effektivitetskostnaden, mens størrelsen på inntektsoverføringskostnaden ligger utenfor regelverkets kompetanse. I tillegg kommer at statsstøtteregelverket tradisjonelt har hatt lite fokus på den delen av effektivitetskostnaden som skyldes at bankene over tid systematisk vil ta for høy risiko når de lærer at myndighetene stiller opp med statsstøtte. Fokuset har i stedet vært på de umiddelbare negative effekter av statsstøtte på konkurransen i markedet. Atter i tillegg kommer at Kommisjonens tolkning av regelverket gjennom dens tre meddelelser i høst/vinter, har vist seg å være meget pragmatisk, noe som gjenspeiler dybden på den realøkonomiske krisen i EU. Det er imidlertid ikke gitt at en slik pragmatisk tolkning av regelverket bør ligge til grunn for vurderingen av hva som er akseptabelt nivå på statsstøtten i Norge, fordi dybden i den realøkonomiske krisen er ulik i Norge og EU.

Krisehåndteringen overfor norske banker er ikke over, og med statens nåværende forhandlingsposisjon, er det på det rene at kapitaltilførsler fra Statens finansfond vil måtte inneholde en viss inntektsoverføring til bankens aksjonærer. I motsatt fall vil bankene takke nei til kapitalinnskudd fra fondet, og kapitaltilførselen er basert på frivillighet all den tid bankene har kjernekapital over lovens minimumskrav og har tilgang på likviditet til akseptable vilkår gjennom byttelånsavtalen. Myndighetenes marginale beta-

³⁴ Se fotnote 21.

lingsvilje i forhandlingene, som utgjør den maksimale størrelsen på inntektsoverføringen, bestemmes i hovedsak av forventet effekt på kredittskvisen i økonomien. Med den usikre sammenhengen som eksisterer mellom økt kjernekapital og økt utlånsvilje i bankene, bør man som skattebetaler muligens håpe at forhandlingene mellom Statens finansfond og bankene blir lange og vanskelige og

ender uten avtale om kapitalinnskudd. Med tiden til hjelp vil trolig statens forhandlingsposisjon bedres, uten at dette får merkbare konsekvenser på den realøkonomiske krisen, fordi sammenhengen mellom økt kjernekapital og økte utlån er skjør. Men en bedre forhandlingsposisjon for staten vil ha merkbare effekter på både inntektsomfordelings- og effektivitetskostnaden.

Professor/førsteamanuensis i samfunnsøkonomi

Ved Handelshøyskolen BI, Institutt for samfunnsøkonomi, er det ledig en stilling som professor/førsteamanuensis i samfunnsøkonomi. Arbeidsoppgaver tillagt stillingen omfatter blant annet forskning, undervisning og kursutvikling innen samfunnsøkonomiske emner.

Kompetansevurdering foretas etter vanlige regler for faglige stillinger ved universiteter og vitenskapelige høyskoler. Det vil bli lagt stor vekt på forskningspublikasjoner fra de siste fem år, og på dokumentert forelesningspraksis. Gode internasjonale forskningsnettverk vil også telle positivt. Motiverede kandidater kan regne med spennende utfordringer i et sammensatt, dynamisk og stimulerende fagmiljø.

Stillingen er knyttet til Statens Pensjonskasse og lønnes etter Statens lønnsregulativ. Kvinner oppfordres til å søke.

Søknad, CV og komplett liste over faglige arbeider sendes elektronisk. For mer informasjon vises til BIs hjemmeside. Maksimalt 15 skriftlige arbeider skal legges ved i fire eksemplarer.

Ytterligere opplysninger om stillingen kan fås ved henvendelse til instituttleder Erling Steigum, telefon 46 41 07 90, erling.steigum@bi.no. Administrative spørsmål kan stilles til Birgitte Løland på telefon 46 41 93 91.

Søknadsfrist er 20. juni 2009.

The logo for Handelshøyskolen BI, consisting of the letters 'BI' in white on a black square background.



TORBJØRN EIKA ²
Forsker, Statistisk sentralbyrå

JOAKIM PRESTMO
Forskerrekrutt, Statistisk sentralbyrå

Krisetiltak

Effekten av ulike tiltak belyst med makromodell ¹

Verdensøkonomien er inne i den kraftigste konjunkturedgangen siden krigen. Norsk økonomi er ikke skjermet fra dette. Finans- og pengepolitiske stimulerings tiltak vil imidlertid dempe nedgangen. Beregninger på SSBs makroøkonometriske modell KVARTS viser at effektiviteten av ulike potensielle tiltak er svært forskjellig. Økt offentlig sysselsetting er uten tvil det mest effektive virkemiddel i ledighetsbekjempelse på kort sikt. Myndighetene har imidlertid mer enn ett mål knyttet til stimulerings tiltak, og dermed kan andre tiltak likevel være vel så gunstige. Ytterligere rentenedsettelse vil gi kraftige ekspansive effekter i stor grad rettet mot sektorer som er hardt rammet, men vil bedre arbeidsmarkedet lite i det første året.

1 KONJUNKTURBAKGRUNN

Etter fire-fem år med eventyrlig vekst i norsk økonomi pekte tradisjonelle konjunkturprosesser mot en norsk konjunkturedgang. Sterk vekst i investeringene gjennom lang tid hadde bidratt til en betydelig oppbygging av produksjonskapasitet. Husholdningenes appetitt på varige forbruksgoder begynte å dabbe av etter mange år med store kjøp. Økte renter og relativt høy gjeldsbelastning bidro til dette. Konjunkturuomslaget kom alt ved årsskiftet 2007-2008. Lavere boligpriser og børsfall sommeren 2008

bidro til ytterligere svekkelse av etterspørselsutviklingen. Håpet om en silkemyk norsk landing ble knust av en verdensøkonomi på full fart inn i en meget kraftig konjunkturedgang høsten 2008. Nedgangstidene er nå godt i gang. Den registrerte ledigheten har i løpet av siste halvår økt med nær 60 prosent, og i mars 2009 var 2,8 prosent av arbeidsstyrken helt ledige. I et historisk perspektiv er ledigheten i Norge fremdeles lav, men den raske økningen bærer bud om at ledighetsnivået om ikke lenge vil bli høyere enn det vi har hatt de siste ti årene.

¹ Virkningen av ulike finanspolitiske stimulerings tiltak er også tidligere studert ved hjelp av SSBs modeller. En artikkel er Johansen og Holm (2001). Fokus var da et litt annet, men mye av det kvalitative i resultatene er det samme. Fordi økonomien er under stadig endring og utfordringene på ulike områder er annerledes, vil det også være forskjeller både i hvordan analysen gjøres og i resultatene. Modellen er også i kontinuerlig utvikling og dagens versjon fanger dagens virkelighet bedre enn tidligere modellversjoner.

² Tak til Ådne Cappelen, Roger Bjørnstad, Anne Brendemoen, en anonym konsulent og redaktør Steinar Vagstad for kommentarer på tidligere utkast.

Norske finansinstitusjoner ble ikke skånt for krisa i verdens finansmarkeder. Strammere utlånspraksis i norske banker og vansker med å reise ny egenkapital, forsterker de negative etterspørselsimpulsene fra inn- og utland. I en periode sist høst ble de depressive utsiktene forsterket av en skyhøy pengemarkedsrente initiert av manglende tillit i pengemarkedet og av sentralbanker som kom på etterskudd i forhold til det dramatiske konjunkturomslaget.

Utover senhøsten 2008 ble det klart for de aller fleste at det lå dårlige tider foran oss og at arbeidsledigheten kom til å stige kraftig. Norges Bank satte, i likhet med mange av verdens sentralbanker, styringsrenta kraftig ned. Regjeringen kom med flere pakker rettet mot kapitalmarkedet, og i februar ble det vedtatt sterke finanspolitiske stimulansetiltak på toppen av et allerede klart ekspansivt statsbudsjett (st.prp. nr 37 2008-2009). Tiltakspakken var satt sammen av ulike elementer, med hovedvekt på offentlige prosjekter innen bygg og anlegg.

2 HVA OG HVORFOR?

Høsten 2008 ble det ført en omfattende diskusjon i media mellom ulike aktører i næringslivet og akademien om hvilke finanspolitiske tiltak som burde gjennomføres for på best mulig måte få norsk økonomi på fote, og i første rekke dempe den stigende arbeidsledigheten. Hva kan den makroøkonomiske modellen KVARTS si om hvordan en slik tiltakspakke bør utformes? Gjennom oppdaterte og justerte modellberegninger av den typen som ble presentert i Konjunkturtendensene i desember – Statistisk sentralbyrå (2008) – belyses problemstillingen. Virkningen av finanspolitiske stimulerings tiltak ses også opp mot hvordan ytterligere renteendringer vil virke. Et meget klart og opplagt resultat er hva som virker sterkest og raskest på arbeidsledigheten: Offentlig sysselsetting. I tråd med Haavelmos teorem stimulerer tiltak på skattesiden produksjon og sysselsetting mindre enn økte offentlige kjøp av varer og tjenester.

Av og til kan debatten gi inntrykk av at det å begrense økningen i arbeidsledigheten på kort sikt er det eneste som betyr noe. Det er neppe i tråd med verken hva befolkningen ønsker eller hva politikerne egentlig mener. Virkningene i arbeidsmarkedet må veies opp mot andre målstorelser og en må vurdere tiltakenes virkninger på kort sikt mot effektene på lenger sikt. For eksempel er

man opptatt av å gjennomføre offentlige prosjekter med høyest mulig samfunnsøkonomisk lønnsomhet – man må se på nytten av prosjektene utover det å øke sysselsettingen. Mindre opplagt er forholdet mellom lang og kort sikt. Soliditeten i husholdningenes og bedriftenes økonomi vil ha en egenverdi på litt lenger sikt – blant annet med tanke på motstandskraften mot nye sjokk. Tiltakene vil ha ulike konsekvenser for bedriftenes evne til å hevde seg i den internasjonale konkurransen som følge av ressurstilgang og kostnadsnivå. Dette er til dels forhold som vi som økonomer kan konkludere om, eller i hvert fall peke på konsekvenser av. Generelt vil imidlertid slike tiltak ikke være nøytrale i forhold til politisk ståsted: Ønsker man mer eller mindre marked, mer eller mindre skattefinansierte tilbud av offentlige tjenester? I hvilken grad vektlegges miljø- og klimaproblematikk og geografisk og individuell inntektsutjevning? Ulike holdninger på disse områdene vil åpenbart ha betydning for hva en vil oppfatte som en optimalt sammensatt tiltakspakke. Vi manøvrer i dette farvannet med politiske miner ved å peke på en del konsekvenser, først og fremst gjennom resultatene av modellberegningene.

Store deler av diskusjonen i forkant av regjeringens tiltakspakke (St.prp. nr. 37) dreide seg om hvorvidt skattelette hadde mer ekspansive effekter enn en økning i offentlig utgifter. Tilsvarende meningsutvekslinger har funnet sted i mange andre land. En artikkel som har vært trukket frem i argumentasjonen for skattelette er Romer og Romer (2007). Studien finner at effekten på BNP av skatteendringer er stor: En reduksjon i skatteinntektene tilsvarende 1 prosent av BNP, øker BNP med 2,5 prosent på lang sikt. Resultatet er imidlertid lite relevant i dagens situasjon, ettersom de kun analyserer strukturelt begrunnede skatteendringer – altså skatteendringer som er ment å bedre økonomiens virkemåte. Data hvor skatteendringer er brukt stabiliseringspolitisk er ikke tatt med. Ettersom de heller ikke har analysert effektene av økte offentlige utgifter har studien lite å bidra med i en diskusjon om valg av stabiliseringspolitiske virkemidler.

For en del studier som i stor grad er basert på det samme metodiske grunnlaget – VAR-analyse – finner man at økt offentlig konsum har sterke effekter på aktiviteten i økonomien. Gali et. al. (2007) og Blanchard og Perotti (2002) er eksempler på dette. I sistnevnte studie sammenlignes effektene av et skattekutt og en økning i offentlige utgifter på BNP. De finner at effekten på BNP er klart sterkere

ved økning i offentlige utgifter enn ved en skattereduksjon.

I forbindelse med sin halvårslige konjunkturrapport for Euroområdet, fremla EUROFRAME³ (2008) en analyse over effekten av finanspolitiske stimulerings tiltak på Eurolandenes økonomi. Analysen deres skiller seg fra vår ved at de legger til grunn at tiltakene skal finansieres gjennom økte skatter allerede året etter at det finanspolitiske tiltaket er iverksatt. De finner at effekten av økt offentlig etterspørsel er betraktelig sterkere enn en reduksjon i skattene. Modellsimuleringer på NiGEM⁴ gir en førsteårseffekt på BNP på 0,7 prosent av å øke offentlig konsum tilsvarende 1 prosent av BNP. En skattereduksjon av tilsvarende omfang øker BNP i området 0,2-0,4 prosent, avhengig av hvilke skatter som reduseres.

Det er mange likhetstrekk mellom hvordan økonomien i ulike OECD-land er organisert og fungerer. Det er imidlertid også forskjeller. Ulik næringsstruktur, størrelse på offentlig sektor, innslag av automatiske stabilisatorer, institusjonelle forhold, landenes størrelse og graden av åpenhet vil innebære at økonomiene vil reagere ulikt på finanspolitiske impulser. Norsk økonomi avviker trolig mer fra gjennomsnittet av OECD-landene, enn de fleste andre land. En bør derfor være forsiktig å trekke konklusjoner om norsk økonomis virkemåte på bakgrunn av studier for andre OECD-land.

3 TILTAKENE

Vi tallfester effektene av ulike ekspansive tiltak ved hjelp av modellsimuleringer på KVARTS-modellen. Denne modellen brukes i utarbeidelsen av SSBs konjunkturrapporter. Vi tar utgangspunkt i en referansebane identisk med prognosene beskrevet i Statistisk sentralbyrå (2009). Referansebanen preges således av en markert økning i arbeidsledigheten som blir liggende mellom 4 og 5 prosent i årene 2010-2012.

Vi skalerer stimulerings tiltakene slik at den initiale impulsen er 20 milliarder 2010-kroner, noe som tilsvarer i overkant av 1 prosent av referansebanens BNP i Fastlands-Norge i 2010. Tiltakene blir iverksatt i 2010 og videreført til og med 2012. Tiltakene er ikke reversert i beregningen. Som motkonjunkturtiltak er det naturlig å forestille seg at

tiltakene er midlertidige, men en mer fullstendig analyse hvor tiltakene reverseres vil ikke bringe inn nye momenter for det som er vårt anliggende i denne artikkelen.

De finanspolitiske tiltakene kan deles inn i 2 grupper a) økt etterspørsel og b) skatte- og avgiftslette. I tillegg til disse tiltakene viser vi virkningen av å redusere renta med 2,5 prosentpoeng.

A. Økt etterspørsel

1. Offentlig sysselsetting
2. Produktinnsats
3. Kjøp av konsumtjenester
4. Offentlige investeringer

B. Skatte- og avgiftslette

1. Arbeidsgiveravgift
2. Momssatser
3. Personskatt

C. Rentenedssettelse

Økt offentlig sysselsetting i sivil forvaltning (A.1) innebærer økt offentlig produksjon og konsum. Den økte verdiskapningen (bruttoprodukt) som umiddelbart følger, foregår kun i offentlig sektor. Flere timeverk utføres i offentlig sektor og dette vil definisjonsmessig resultere i økt bruttoprodukt. Beregningen er urealistisk i den forstand at en vanskelig kan tenke seg en fornuftig bruk av økte arbeidskraftsressurser uten samtidig å øke produktinnsatsen og kanskje også investeringene. Ulike produktionsaktiviteter i offentlig virksomhet vil innebære svært ulik bruk av andre innsatsfaktorer. Når en kommer ned på konkrete tiltak vil det også være andre forhold man må ta hensyn til; i vår analyse er det gjennomsnittsindivider som ansettes: De får sektorens gjennomsnittslønn og gjennomsnittlige arbeidstid. Hvor stor økning i offentlig sysselsetting man til en gitt økning i bevilgningen faktisk vil få, vil derfor åpenbart være avhengig av detaljer i tiltaket, men en kan få en klar pekepinn ved å se på modellresultatene.

Økningen i produksjonen i privat sektor vil med denne stimulansen kun være en effekt av ringvirkningene via husholdningens økte etterspørsel som i hovedsak har sitt opphav i de økte lønnsinntektene fra de som ellers ikke

³ Ett nettverk bestående av 9 uavhengige europeiske forskningsinstitutt.

⁴ NiGEM er makromodellen National Institute of Economic and Social Research (NIESR) benytter i sitt arbeid med makroøkonomiske prognoser og analyser.

hadde vært sysselsatt. Fordi også ledigheten blir lavere enn det den ellers hadde vært vil lønnsnivået også bli litt høyere, noe som også bidrar til et høyere inntektsnivå i husholdningene.

Økt produktinnsats (A.2) vil gi en tilsvarende økning i offentlig produksjon og konsum, men ikke i verdiskapning. Økningen i verdiskapningen vil da i sin helhet komme i privat sektor og i utlandet. Økte kjøp av konsumtjenester (A.3), som for eksempel private sykehjemsplasser, innebærer økt offentlig konsum, men skiller seg fra produktinnsatskjøp ved at offentlig produksjon ikke påvirkes. Det vil også være forskjeller som følge av at etterspørsøkningen i noen grad vil rettes mot ulike sektorer. Som i A.2, kommer hele den økte verdiskapningen i privat sektor og i utlandet.

Økte offentlige investeringer (A.4) vil i likhet med økte kjøp av produktinnsats eller konsumtjenester (A.2 og A.3) i utgangspunktet innebære økt produksjon og verdiskapning i privat sektor og i utlandet. Ettersom kapitalbeholdningen bygges opp og blir større enn i referansebanen, vil det i Nasjonalregnskapet (og i modellen) komme en påfølgende økning i kapitalslitet. Dette vil registreres som økt offentlig konsum og produksjon.

Offentlig sektors beholdning av realkapital genererer en direkte eller indirekte strøm av tjenester til samfunnet. I KVARTS er det imidlertid ingen mekanismer som innebærer at økte offentlige investeringer reduserer bedriftenes kostnader. Offentlig realkapital knyttet til infrastruktur, må for eksempel forventes å ha noen slike effekter. Tilsvarende vil det for en rekke andre investeringer (og andre tiltak) være andre typer samfunnsnytte som motive- rer. I en spesifikk analyse kunne en gjort forutsetninger om denne type effekter, men ikke i en generell analyse som vår.

De analyserte tiltakene er designet ved at politikkstørrelser i volumtermer er endret relativt til referansebanen og like mye i hvert av årene 2010-2012. Dette innebærer at vi med økt offentlig sysselsetting, øker timeverksbruken med 7,4 prosent i de tre årene i forhold til referansebanen. Investeringene er på samme måte økt med 22 prosent i disse årene. Endringene i arbeidsgiveravgifts- og moms-

satsene er redusert like mye i hele beregningsperioden. Lettelsen i arbeidsgiveravgiften er på 22 prosent, noe som reduserer avgiftssatsen i sone I fra 14,1 til 11,0 prosent. Momssatsen reduseres med 12 prosent, uavhengig av hvor høy avgiftssatsen er. Dette innebærer at matmomsen reduseres til 12,3 prosent, mens den generelle momssatsen reduseres til 22 prosent. Den konkrete lettelsen i personskatten vi har regnet på er en økning i personfradraget med 24500 kroner i klasse 1 i 2010. Skiftene er som sagt skalert slik de initiale budsjettimpulsene er de samme. Med dette mener vi at svekkelsen av budsjettbalansen ville vært den samme forutsatt at ingen atferd endres inkludert at lønns- og prisnivået var det samme som i referansebanen. Det tas dermed ikke hensyn til såkalte «dynamiske» skatteeffekter, altså økte skatteinntekter som følge høyere aktivitetsnivå. I tabellene rapporteres imidlertid virkningen på den nominelle budsjettbalansen. Den vil generelt være forskjellig. Både som følge av ulike «dynamiske» effekter, men også fordi det nominelle bildet – og spesielt valutakursen – ikke påvirkes likt.

Sammenliknet med beregningene presentert i Statistisk sentralbyrå (2008), har vi justert for de direkte virkningene av at offentlig sektor både betaler arbeidsgiveravgift og moms. Dette innebærer at vi i beregningene med økt offentlig sysselsetting, øker timeverkene så mye at lønnskostnadene eksklusive arbeidsgiveravgift ville ha økt med 20 milliarder kroner gitt referansebanens lønnsnivå. Helt analogt ser vi bort i fra verdien av reduserte lønnskostnader i offentlig forvaltning når nedgangen i arbeidsavgiften skal dimensjoneres til en impuls på 20 milliarder kroner. På samme måte vil momsreduksjonen gjelde offentlige kjøp av varer og tjenester, og også disse lettelsene ser vi bort fra.

Verdens sentralbanker har møtt krisen med kraftige nedsettelse i styringsrenta. Dette politikkgrepet trenger ingen forberedelser, er lett å gjennomføre og kan enkelt reverseres. Derfor er rentesettingen ofte omtalt som første- linjeforsvaret i konjunkturstabiliseringen. Etter tidligere nedsettelse er det imidlertid ikke veldig mye mer å gå på. Pengemarkedsrenta i referansebanen er i en lengre periode nede i 2,5 prosent. Vi gjør likevel beregninger av virkningen av å redusere pengemarkedsrenta med 2,5 prosentpoeng⁵. En tilsvarende nedgang i rentene husholdningene står overfor vil innebære enn inntektsøkning etter

⁵ En pengemarkedsrente på 0 prosent fremstår som lite realistisk, men størrelsen på renteendringen er begrunnet i skaleringshensynet jfr. nedenfor. En mindre renteimpuls enn det analyserte, vil for øvrig gi om lag tilsvarende mye mindre effekter.

skatt på om lag 20 milliarder kroner i 2010. Impulsene i form av en rentereduksjon på 2,5 prosentpoeng vil dermed kunne sies å være skalert mot de analyserte finanspolitiske tiltakene. Ytterligere rentenedsettelse kan betraktes som et mulig stimuleringsiltak. Beregningene kan imidlertid også oppfattes som en måte å sette virkningene av de finanspolitiske tiltakene i perspektiv og til å forstå styrken i impulsen fra pengepolitikken fra høsten 2008.

Vi har ikke analysert de ulike tiltakene som har til hensikt å bedre funksjonsmåten til kapitalmarkedene. Årsaken til dette er at vårt modellverktøy – KVARTS – ikke kan si noe særlig om det. Snarere tvert i mot: Modellen er estimert på historiske data og i beregningene våre må vi forutsette at modellens marginalegenskaper er relevante for dagens situasjon – noe som for eksempel betyr at økte investeringsønsker som følger av lavere brukerpris på kapital faktisk lar seg finansiere. Å få til en normalisering av kapitalmarkedene er åpenbart prioritert meget høyt av myndighetene, og vi forutsetter at dette blir gjort i en tilstrekkelig grad til at vår modell er relevant for de utfordringene vi utsetter den for.

4 LITT OM KVARTS

KVARTS-modellen er SSBs hovedverktøy i arbeidet med konjunkturanalyse. Den har vært i regelmessig bruk i prognosevirksomheten i over tjue år, og er under kontinuerlig revisjon. KVARTS er basert på kvartalsdata og avviker med det fra MODAG, men er ellers nærmest identisk med hensyn på teoribakgrunn og egenskaper. For en detaljert presentasjon av modellen henvises det derfor til den mest oppdaterte dokumentasjonen av MODAG som er Boug og Dyvi (2008).

KVARTS er en makroøkonometrisk modell hvor kryssløps- og regnskapssammenhengene er supplert med empirisk bestemte atferdssammenhenger forankret i økonomisk teori. Mens teori ligger til grunn for de langsiktige egenskapene ved de enkelte relasjonene, tallfestes dynamikken – altså tilpasningen mot langtidssammenhengene – av føyning til data.

Modellens kryssløpskjerne sikrer balanse mellom tilgang og anvendelse av modellens 45 produkter, og beskriver hvordan produksjonen fordeler seg på modellens 30 næringer. Prisene på sluttleveringene bestemmes i et til-

svarende priskryssløp, mens de enkelte varepriser i hovedsak bestemmes økonometrisk.

Bedriftenes atferd er modellert ut i fra et rammeverk for monopolistisk konkurranse. For hver vare eksisterer separate priser for import, eksport og hjemmeleveranser. Eksport- og hjemmemarkedsprisene bestemmes gjennom et påslag på variable enhetskostnader. Påslaget påvirkes av graden av kapasitetsutnyttelse og av utviklingen i konkurrentpriser.

Norsk produksjon for eksport bestemmes av etterspørselen i utlandet og forholdet mellom norske eksportpriser og konkurrentprisene. Importen bestemmes i et samspill mellom samlet etterspørsel og sammensetningen av denne samt forholdet mellom hjemme- og importprisene. Til gitt innenlandsk etterspørsel, eksport og import av hver enkelt vare bestemmes da produksjonen residualt.

Faktoretterspørselen i de enkelte sektorene bestemmes i et simultant system, hvor produksjonen og relative priser, inkludert brukerpriser på kapital, inngår. Husholdningenes konsum utenom bolig – samlet sett og fordelingen – bestemmes av inntekt, formue, relative priser og realrente etter skatt. Denne konsumfunksjonen er dokumentert i Jansen (2009). Boliginvesteringene bestemmes fra tilbussiden som igjen bestemmes av forholdet mellom bruktboligpriser og byggekostnader. Bruktboligprisen er i modellen en funksjon av husholdningenes inntekter, beholdningen av boliger og brukerprisen på boligkapital.

Lønningene bestemmes i tråd med Aukrustmodellen utvidet med en negativ sammenheng mellom nivået på lønnskostnadsandelen i industrien og nivået på arbeidsledigheten. Arbeidsledigheten inngår ikke-lineært. Når arbeidsledigheten er såpas høy som i referansebanen, vil et gitt stimulerende tiltak føre til en klart mindre økning i lønningene enn om ledigheten hadde vært så lav som i de siste par årene. Lønningene i resten av privat sektor og i offentlig forvaltning bestemmes i hovedsak som funksjon av gjennomsnittlig avlønning utenfor gjeldende sektor. Endringer i denne alternativlønnen slår på lang sikt fullt ut i sektorens lønnsnivå med et lite forbehold om at lønna i offentlig forvaltning er noe mindre følsom for presset i arbeidsmarkedet enn øvrige sektorer.

Befolkningen i arbeidsdyktig alder er delt inn i åtte ulike demografiske grupper hvis utviklingen er eksogen.

Arbeidstilbudet til hver av gruppene er produktet av yrkesfrekvensen og gruppens størrelse. Yrkesfrekvensene bestemmes som en funksjon av blant annet reallønn etter skatt og arbeidsledighet.

Kronekursen mot euro bestemmes i normalversjonen av modellen som en funksjon av pengemarkedsrenta i Norge og i euroområdet, inflasjonen begge steder samt oljeprisen. Andre bilaterale valutakurser mot Euro er eksogene. Siden i fjor vår har ikke valutakurslikningen kunnet forklare hva som har skjedd med kronekursen. Også tidligere har krona svekket seg i perioder med stor internasjonal uro i valuta-markedene. I dagens situasjon hvor markedene fremdeles er sterkt preget av den internasjonale finanskrisen, er vi usikre på i hvilken grad vi kan stole på virkningene valutakursrelasjonen gir av litt ulike forutsetninger knyttet til innenlandske forhold. Beregningene vi har gjort er derfor alle utført både med modellversjoner med modellbestemt valutakurs og med eksogent gitt og upåvirket valutakurs.

Pengemarkedsrenta bestemmes i modellen som en funksjon av arbeidsledigheten, inflasjonen og renta i utlandet eller den gis eksogent. Renterelasjonen representerer atferden til Norges Bank forutsatt at sentralbanken kan styre pengemarkedsrenta og at det er denne renta som er avgjørende for innskudds- og utlånsrentene i bankene.⁶ Høy inflasjon og lav arbeidsledighet gir et høyt realrentenivå og omvendt. Relasjonen er estimert på data fra perioden Norges Bank i praksis har hatt et fleksibelt inflasjonsmål i rentesettingen. Dette er en kort periode og vi er ikke sikre på at Norges Banks atferd har vært den samme i hele perioden eller at den vil være det i tiden framover⁷. I en situasjon hvor myndighetene forsøker å demme opp for det kraftige konjunkturtilbakeslaget, noe som jo også er bakgrunnen for virkningsberegningene vi gjennomfører, er det ikke opplagt at modellen på dette punktet gir noen god beskrivelse av hvordan rentesettingen vil påvirkes av ekspansiv finanspolitikk. Beregningene med eksogen og uforandret valutakurs gjøres derfor med en modellversjon med eksogen rente.

KVARTS inneholder 234 økonometrisk bestemte atferdslikninger og over 3000 definisjonsligninger. Mange variable må likevel gis eksogent. Alle størrelser knyttet til

utlandet; markedsutvikling, rente, inflasjon, råvarepriser må naturlig nok fastsettes utenfor modellen. Det samme gjelder produksjonen av primærnærings- og energivarer. I oljevirkomheten er en rekke sentrale variabler, inkludert oljeinvesteringene eksogene. I offentlig forvaltning bestemmes produksjon og offentlig konsum definisjonsmessig (i hovedsak) av de eksogene politikkvariablene offentlig timeverksbruk, produktinnsats, kjøp av konsumtjenester og investeringer. Skatte- og avgiftsatser er detaljert representert i modellen som eksogene størrelser.

Det er ingen sammenhenger i modellen som legger bånd på budsjettbalansen. KVARTS er i første rekke en modell for kort- og mellomlangsigte problemstillinger. Det er opp til modellbrukeren å designe en politikk som følger handlingsregelen eller som på annen måte tar langsigte budsjett hensyn. Beregningene i denne studien tar ikke slike hensyn. Vi legger til grunn at norsk økonomi vil befinne seg i en lavkonjunktur i hele beregningsperioden, og med tanke på våre kortsigte problemstillinger knyttet til tiltakenes effektivitet i konjunkturstyring er det ingen grunn til å raffinere tiltakene i forhold til langsigte problemstillinger.

5 RESULTATER

Resultatene av beregningene med modellbestemt⁸ rente og valuta er presentert i tabell 1 og 2, mens beregningene med eksogen rente og valuta presenteres i tabell 3 og 4. Vi tar i omtalen utgangspunkt i beregningene hvor rente og valutakurs bestemmes i modellen.

Det er både likheter og forskjeller i mekanismene som settes i sving med de ulike tiltakene. Når det gjelder det som setter det hele i gang – impulsene – er forskjellene større enn likhetene, mens mekanismene knyttet til andrerunde effektene er likere. Mens den økte offentlige sysselsettingen direkte påvirker en av de viktige målvariablene – samlet sysselsetting – må de øvrige etterspørselstiltakene virke gjennom næringslivets respons på den økte etterspørselen. Tiltakene på skattesiden har en enda lengre vei å gå: Her må først økte realinntekter eller reduserte lønnskostnader føre til økt etterspørsel (eller eksport) før det slår ut i produktmarkedet som så påvirker arbeidsmarkedet.

⁶ Styringsrenta inngår ikke eksplisitt i modellen, men implisitt gjennom pengemarkedsrenta.

⁷ I referansebanen er likningen for renteresponsen overstyrert ved at et korreksjonsledd sørger for at renta blir noe lavere enn det likningen isolert sett sier. I virkningsberegningene med endogen rente beholdes disse korreksjonene. Forskjellen mellom referansebanen og skiftberegningene skyldes da de samlede effektene av at høyresidevariablene antar andre verdier enn i referansebanen. Tilsvarende gjelder i prinsippet for alle andre atferdslikninger i modellen.

⁸ Unntatt for beregning av rentekutt, hvor renten settes eksogent.

Tabell 1 Tre ulike former for skattelette med initial effekt på 20 mrd kroner og en beregning av virkningen av et rentekutt på 2,5 prosentpoeng, i en modell med endogen valuta og rente. Virkninger i prosent der ikke annet fremgår.

ENDOGEN VALUTAKURS OG RENTE												
	Arbeidsgiveravgift			Moms			Personskatt			Rentekutt*		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Husholdningenes konsum	0,2	0,4	0,8	0,7	1,0	1,3	0,9	1,6	1,7	0,4	2,8	4,1
Offentlig konsum	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4
Boliginvesteringer	0,1	0,4	0,6	-0,1	-1,5	-3,3	0,0	0,3	0,9	0,2	3,6	12,2
Næringsinvesteringer	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,1	0,4	0,5	1,8	5,4	7,9
Eksport, tradisjonelle varer	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	2,3	2,6	2,8
Import, i alt	0,0	0,0	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	1,0	1,1	-0,4	0,9	2,1
Bruttoprodukt Fastlands-Norge**	0,1	0,3	0,4	0,2	0,3	0,4	0,3	0,5	0,6	1,1	2,5	3,4
Næringer***	0,1	0,3	0,5	0,2	0,3	0,4	0,2	0,5	0,5	1,6	3,1	4,2
Industri***	0,2	0,6	0,8	0,0	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2	3,0	5,5	6,4
Sysselsetting	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,6	1,0
Arbeidsstyrke	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2
Ledighetsrate, %-poeng	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,7
Lønn	0,1	0,2	0,4	-0,8	-1,1	-1,0	-0,2	-0,2	-0,1	1,0	2,4	4,3
KPI	-0,2	-0,3	-0,5	-1,9	-2,1	-2,3	0,0	0,0	-0,1	1,8	3,0	3,8
Pengemarkedsrente, %-poeng	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	0,0	0,0	0,0	-2,5	-2,5	-2,5
Valutakurs, NOK/EUR	0,1	0,5	0,1	-0,5	0,2	0,3	0,0	0,1	-0,1	11,7	13,2	12,6
Boligpris	-0,2	-0,6	-0,5	-3,4	-5,9	-5,1	0,2	0,9	1,6	4,5	16,8	26,9
Hush. realdisp. inntekt	0,5	0,9	1,2	1,7	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	-0,4	0,5	1,6
Sparerate, %-poeng	0,3	0,4	0,4	0,9	0,6	0,6	0,9	0,4	0,3	-0,8	-2,3	-2,3
Overskudd i off. forvaltning, mrd	-14	-12	-12	-19	-15	-14	-17	-15	-15	28	56	67

Note: *Denne beregningen er utført med en modell med eksogen rente og endogen valutakurs. **Målt i markedsverdi, som inkluderer avgifter målt i faste priser. ***Målt i basisverdi.

Tabell 2 Fire ulike former for økte offentlige kjøp med initial effekt på 20 mrd kroner i en modell med endogen valuta og rente. Virkninger i prosent der ikke annet fremgår.

ENDOGEN VALUTAKURS OG RENTE												
	Off. sysselsetting			Off. produktkjøp			Off. tjenestekjøp			Off. investeringer		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Husholdningenes konsum	0,7	0,5	0,7	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3
Offentlig konsum	4,3	4,3	4,3	4,1	4,1	4,2	3,8	3,8	3,8	0,0	0,3	0,5
Offentlig investeringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	22	22	22
Boliginvesteringer	0,0	-0,6	-2,4	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	-0,6	0,0	0,0	-0,6
Næringsinvesteringer	-0,1	-1,0	-1,3	1,1	1,2	1,3	1,4	1,6	1,5	1,0	1,0	1,1
Eksport, tradisjonelle varer	-0,9	-0,9	-1,5	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4
Import, i alt	0,5	0,8	0,9	1,3	1,5	1,5	1,3	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4
Bruttoprodukt Fastlands-Norge**	1,2	0,9	0,7	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Næringer***	-0,2	-0,7	-1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	0,9	0,8	1,0	0,9	0,8
Industri***	-0,4	-1,8	-2,5	0,5	0,3	0,1	0,1	-0,2	-0,5	0,6	0,2	0,0
Sysselsetting	2,1	2,0	1,9	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Arbeidsstyrke	0,4	0,9	0,9	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
Ledighetsrate, %-poeng	-1,6	-1,1	-1,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3
Lønn	1,5	1,1	1,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
KPI	0,1	-0,4	-0,6	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,2
Pengemarkedsrente, %-poeng	1,1	0,9	1,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3
Valutakurs, NOK/EUR	-3,8	-4,2	-5,1	-0,9	-1,0	-1,4	-1,1	-1,1	-1,6	-0,9	-1,1	-1,4
Boligpris	0,1	-2,5	-4,6	0,0	-0,5	-0,9	0,0	-0,6	-1,1	0,0	-0,5	-1,0
Hush. realdisp. inntekt	1,6	1,6	1,7	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,7
Sparerate, %-poeng	1,0	1,1	1,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Overskudd i off. forvaltning, mrd	-21	-30	-38	-17	-20	-24	-17	-21	-24	-17	-20	-23

Note: *Denne beregningen er utført med en modell med eksogen rente og endogen valutakurs. **Målt i markedsverdi, som inkluderer avgifter målt i faste priser. ***Målt i basisverdi.

5.1 Sysselsetting

Penger brukt direkte på offentlig sysselsetting har en veldig mye sterkere effekt enn de andre tiltakene når det gjelder sysselsetting og arbeidsledighet. I lavkonjunktoren vil det i mange bedrifter være betydelig slakk i form av at arbeidstakerne enten produserer for lager eller rett og slett produserer mindre enn normalt. Bedriftene kan dermed i noen grad møte den økte etterspørselen fra offentlig sektor eller fra husholdningene gjennom økt produktivitet og gjennom lagernedbygging (lagerendringer er imidlertid eksogene i KVARTS og endres ikke i beregningene). Økt etterspørsel vil da slå ut i økte eierinntekter eller kanskje snarere reduserte underskudd. I noen grad må det imidlertid også nyansetter til. En god del av etterspørselsøkningen vil også dekkes av økt import og etter hvert også redusert eksport. Virkningen på sysselsettingen blir ytterligere dempet av at noe av produksjonsøkningen vil realiseres gjennom økt bruk av andre produksjonsfaktorer.

Den stiliserte måten den offentlige sysselsettingsøkningen gjøres på i denne beregningen, uten mer bruk av produktinnsats eller realkapital i offentlig forvaltning, bidrar til at en får ekstra mye sysselsetting for hver budsjettkrone. For offentlig sektor samlet tilsvarte verdien av produktinnsats i 2008 knappe 50 prosent av lønnskostnadene. Ettersom virkningen i arbeidsmarkedet av økt offentlig sysselsetting er mange ganger større enn de nest mest effektive tiltakene, vil en realistisk pakke med økt sysselsetting og produktinnsats likevel være mye mer virkningsfull enn alternativene.

Som en god nummer to kommer tiltakene i form av økte offentlig kjøp av varer og tjenester fra privat sektor. Det er bare marginale forskjeller knyttet til om kjøpene gjelder investeringer eller konsum. Redusert arbeidsgiveravgift er det klart mest effektive av skattetiltakene når det gjelder å øke sysselsettingen. Virkningene er om lag 3/4-del av virkningene av økt offentlig etterspørsel. Momskutt og personskattelette stimulerer sysselsettingen klart mindre enn redusert arbeidsgiveravgift.

Rente- og valutakursrespons i tråd med modellens relasjoner reduserer effekten til offentlig etterspørsel noe. Om renta endres eller ikke, betyr imidlertid relativt lite for hovedbildet med hensyn til sysselsetting. Dette ser vi også direkte av renteberegningene; på ett års sikt er virkningen på sysselsettingen liten. Forutsatt at valutakursen påvirkes i samsvar med modellens relasjoner, er andreårseffekten av en renteendring imidlertid betydelig. Årsaken til dette

er at det tar tid før en konkurranseevneforbedring som følger av kronesvekkelsen etter rentereduksjon, fører til økt eksport og reduserte importandeler. Det er deretter ytterligere tidsforsinkelser før virkningene på produksjonen for alvor slår ut i sysselsettingen.

5.2 Arbeidsledighet

Forskjellene i virkningene på sysselsettingen forplanter seg i stor grad proporsjonalt til virkningen på arbeidsledigheten. Som førsteårsvirkning er ledighetsnedgangen med økt offentlig sysselsetting fire ganger så sterk som ved en økning i annen offentlig etterspørsel, og åtte ganger sterkere enn ved en reduksjon i arbeidsgiveravgiftssatsen. Personskattelette og momsnedsettelse har i følge modellberegningene bare marginale effekter på arbeidsledigheten. For disse tiltakene svekkes virkningen på arbeidsledigheten av at tiltakene direkte bidrar til økt arbeidstilbud gjennom å øke reallønna etter skatt.

Generelt er det slik at det tar tid før en har sett det fulle gjennomslaget av et tiltak. Når det gjelder virkningene på arbeidsledigheten, er det for de fleste tiltakene likevel ikke slik at virkningen øker over tid. Dette har sammenheng med flere forhold. Selv om det isolert sett tar tid fra for eksempel en inntektsøkning slår fullt ut i økt konsum, vil de ekspansive effektene sette i gang motreaksjoner som også tar tid før de når full effekt. Virkningen på arbeidstilbudet er en slik effekt. Renteresponsen en annen. Motpolene når det gjelder virkningen over tid er økt offentlig sysselsetting og en rentereduksjon. For førstnevnte reduseres virkningen kraftig av økningen i arbeidstilbudet, mens det tar tid før de ekspansive effektene virkelig får gjennomslag i arbeidsmarkedet ved en rentereduksjon.

Redusert arbeidsledighet i forhold til referansebanen bidrar isolert sett til et høyere reallønnsnivå. For tiltakene i form av økt offentlig etterspørsel er effektene betydelige. For tiltakene på skattesiden hvor ledigheten ikke endres så mye er dette av mindre betydning. Skatte- og avgiftsstimulering virker imidlertid mer eller mindre direkte i retning av økt kjøpekraft for lønnstakerne.

5.3 Arbeidstilbud

Et fellestrekk ved alle beregningene er at virkningen på arbeidsledigheten er langt mer beskjeden enn virkningen

Tabell 3 Tre ulike former for skattelette med initial effekt på 20 mrd kroner og en beregning av virkningen av et rentekutt på 2,5 prosentpoeng, i en modell med eksogen valuta og rente. Virkninger i prosent der ikke annet fremgår.

EKSOGEN VALUTAKURS OG RENTE												
	Arbeidsgiveravgift			Moms			Personskatt			Rentekutt		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Husholdningenes konsum	0,2	0,4	0,6	0,7	1,0	1,3	0,9	1,5	1,6	1,0	3,1	4,2
Offentlig konsum	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,2
Boliginvesteringer	0,1	0,3	0,3	-0,1	-1,5	-3,3	0,0	0,3	0,9	0,1	1,5	5,5
Næringsinvesteringer	-0,1	-0,3	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	0,4	0,5	0,6	2,0	3,6
Eksport, tradisjonelle varer	0,0	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Import, i alt	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6	1,0	1,1	0,5	1,9	2,7
Bruttoprodukt Fastlands-Norge**	0,1	0,2	0,3	0,2	0,4	0,4	0,3	0,5	0,6	0,4	1,2	1,8
Næringer***	0,1	0,2	0,4	0,2	0,3	0,4	0,2	0,4	0,5	0,4	1,2	1,8
Industri***	0,2	0,5	0,7	0,0	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,2	0,8	1,4
Sysselsetting	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3
Arbeidsstyrke	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1
Ledighetsrate, %-poeng	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,2
Lønn	0,1	0,2	0,3	-0,8	-1,1	-1,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,3
KPI	-0,2	-0,5	-0,6	-1,9	-2,1	-2,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,6
Boligpris	-0,3	-1,1	-1,5	-3,5	-5,9	-5,1	0,2	0,9	1,6	1,0	5,3	10,6
Hush. realdisp. inntekt	0,6	0,9	1,1	1,7	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	1,4	2,6	3,0
Sparerate, %-poeng	0,4	0,5	0,6	0,9	0,6	0,6	0,9	0,4	0,3	0,4	-0,5	-1,1
Overskudd i off. forvaltning	-16	-15	-16	-19	-15	-15	-17	-15	-15	8	22	31

Note: **Målt i markedsverdi, som inkluderer avgifter målt i faste priser. ***Målt i basisverdi.

Tabell 4 Fire ulike former for økte offentlige kjøp med initial effekt på 20 mrd kroner, i en modell med eksogen valutakurs og rente. Virkninger i prosent der ikke annet framgår.

EKSOGEN VALUTAKURS OG RENTE												
	Off. sysselsetting			Off. produktkjøp			Off. tjenestekjøp			Off. investeringer		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Husholdningenes konsum	0,8	1,8	2,3	0,2	0,5	0,7	0,3	0,6	0,8	0,3	0,6	0,7
Offentlig konsum	4,2	4,2	4,1	4,0	4,0	4,1	3,8	3,8	3,8	0,0	0,2	0,4
Offentlig investeringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	22	22	22
Boliginvesteringer	0,0	0,6	2,0	0,0	0,2	0,5	0,0	0,2	0,5	0,1	0,3	0,4
Næringsinvesteringer	0,3	0,9	1,3	1,2	1,6	1,9	1,5	2,0	2,3	1,1	1,4	1,8
Eksport, tradisjonelle varer	0,0	-0,2	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Import, i alt	0,4	1,2	1,7	1,3	1,6	1,7	1,3	1,5	1,7	1,3	1,5	1,6
Bruttoprodukt Fastlands-Norge**	1,5	1,8	2,0	0,9	1,0	1,1	0,9	1,0	1,1	0,9	1,2	1,2
Næringer***	0,3	0,5	0,6	1,1	1,2	1,3	1,2	1,2	1,3	1,1	1,1	1,2
Industri***	0,6	0,2	-0,1	0,7	0,7	0,7	0,4	0,3	0,3	0,8	0,7	0,7
Sysselsetting	2,1	2,3	2,3	0,4	0,5	0,6	0,5	0,6	0,7	0,5	0,6	0,6
Arbeidsstyrke	0,4	0,9	1,0	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2
Ledighetsrate, %-poeng	-1,7	-1,4	-1,3	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Lønn	1,7	2,0	3,0	0,4	0,6	0,8	0,5	0,6	0,9	0,4	0,6	0,8
KPI	0,7	0,8	0,9	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2
Boligpris	1,2	3,7	5,0	0,3	0,9	1,4	0,4	1,1	1,6	0,3	0,9	1,3
Hush. realdisp. inntekt	1,5	1,8	2,6	0,5	0,6	0,8	0,5	0,7	0,8	0,5	0,7	0,9
Sparerate, %-poeng	0,8	0,2	0,4	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2
Overskudd i off. forvaltning	-12	-10	-13	-15	-16	-17	-15	-15	-17	-15	-15	-16

Note: **Målt i markedsverdi, som inkluderer avgifter målt i faste priser. ***Målt i basisverdi.

på sysselsettingen. Dette følger av at arbeidstilbudet også stimuleres, både fordi disponibel reallønn blir høyere enn den ellers hadde vært, og fordi den bedrede situasjonen i arbeidsmarkedet i seg selv bidrar til at flere blir yrkesakti-

ve. Personskattelette og redusert moms skiller seg imidlertid ut ved at arbeidstilbudet blir spesielt kraftig stimulert relativt til virkningen på sysselsettingen. Som tidligere nevnt bidrar disse tiltakene direkte til at den privatøkon-

miske gevinsten ved å jobbe øker, og dette kommer på toppen av de stimulerende impulsene som er felles for alle tiltakene.

En naturlig refleks er å spørre seg om realismen i modellens mekanismer knyttet til arbeidstilbudet i en situasjon med raskt økende ledighet. Det er da på sin plass å minne om at det i alle beregningene er slik at vi ser på virkningene i forhold til en referansebane med en klar reduksjon i yrkesfrekvensene. Det vi ovenfor omtaler som økt arbeidstilbud, dreier seg altså om en demping av fallet i yrkesfrekvenser. Når det er sagt er det klart at det er usikkerhet knyttet til størrelsen og kraften i denne motvirkende effekten, men det kvalitative i reaksjonen virker relativt robust.

5.4 Husholdningenes rolle

Husholdningens samlede etterspørsel tilsvarer rundt 60 prosent av BNP Fastlands-Norge. Importandelene knyttet til denne aktiviteten er om lag 10 prosent lavere enn gjennomsnittet for sluttleveringer (jfr. side 32 i Statistisk sentralbyrå, 2009). Husholdningenes respons vil dermed åpenbart være meget viktig for hvordan ulike tiltak virker.

Alle de finanspolitiske tiltakene vil bidra til et høyere realinntektsnivå i husholdningene. Et grunnleggende spørsmål som KVARTS gir et presist svar på er i hvilken grad husholdningene sparer de økte inntektene. Forbruket øker, men den finansielle sparingen øker mer i det første året. Med økt offentlig etterspørsel er det rundt 45 prosent av den reelle inntektsøkningen som går til økt forbruk i hvert av de tre første årene. Fordi renteresponsen er spesielt kraftig med økt offentlig sysselsetting, øker finanssparingen med det tiltaket over tid. Dette fører til at det bare er om lag 1/3-del av inntektsøkningen som går til forbruk i det andre og tredje året. Renteøkninger begrenser konsumutviklingen i alle disse beregningene. Med lettelse i personskatter og redusert moms er førsteårseffekten om lag den samme som ved økt offentlig etterspørsel, mens den er noe lavere ved lettelse i arbeidsgiveravgiften. Etter hvert stimuleres konsumet av litt lavere rente. Samtidig bidrar tidsforsinkete effekter av inntektsøkningene til at rundt 2/3-deler av inntektsøkningen går til økt forbruk i det andre og tredje året.

En forutsetning om upåvirket rente og valutakurs, endrer førsteårseffektene i liten grad. Økningen i konsumet i det andre og tredje året ved økt offentlig etterspørsel blir derimot

mye kraftigere under en slik forutsetning. Det aller meste av inntektsøkningen går da til konsum. Med dette utgangspunktet stimuleres konsumet av at realrenta faller som følge av økt lønns- og prisvekst. For skattestimulanser er renteresponsen i denne sammenhengen av mindre betydning.

5.5 Multiplikatoreffekter

Høyere inntekter i husholdningene ved personskattelette og momsreduksjon skaper grunnlag for økt etterspørsel først og fremst i form av økt konsum, men også gjennom økte boliginvesteringer forutsatt at renta ikke øker for mye. Dette skaper igjen ønsker om å øke produksjonskapitalen og dermed næringslivsinvesteringene, sammenliknet med referansebanen. Dette bidrar til ytterligere økning i husholdningenes inntekter. Vi har en tradisjonell multiplikator- og akseleratorprosess i gang. Økt offentlig etterspørsel etter varer og tjenester vil på en direkte måte sette i gang slike prosesser.

Med arbeidsgiveravgiftnedsettelse er noen av mekanismene litt annerledes: Her stimuleres norsk produksjon blant annet gjennom bedret konkurranseevne. Reduserte lønnskostnader bidrar til økt eksport og redusert import. Denne prosessen er imidlertid tregere enn stimulansen av husholdningenes konsum som skjer med de andre tiltakene. Samtidig bidrar avgiftsletten til å gjøre arbeidskraft relativt billigere enn andre produksjonsfaktorer, slik at arbeidsintensiteten i produksjonen øker. Lønnsomheten i næringslivet blir bedre enn det den ellers hadde vært. Dette bidrar til å trekke lønningene opp, i tillegg til at bedringen i arbeidsmarkedet virker i samme retning. Tiltaket bidrar også nærmest direkte til reduserte konsumpriser. Dermed øker husholdningenes inntekter både gjennom økt reallønn og økt sysselsetting. Realinntektsøkningen er imidlertid mye mindre enn når skattetiltakene direkte går mot husholdningene (personskatt og moms).

Tiltakene vil påvirke aktiviteten i næringslivet og nærings-sammensetningen på forskjellige måter. De klart sterkeste virkningene på produksjonen i næringslivet får man ved å øke offentlig sektors etterspørsel etter varer og tjenester. Det er generelt liten forskjell om det dreier seg om produktinnsats, direkte konsumtjenester eller investeringer. Dette resultatet er imidlertid helt avhengig av at tiltakene innenfor de tre kategoriene er «gjennomsnittlige»: En kan tenke seg en detaljert utforming innefor alle grupper som enten øker eller reduserer virkningen på næringslivet gjennom

ulik grad av importlekkasje. At potensialet for at denne type etterspørselstimulering skal ha de sterkeste effektene på aktivitetsnivået i næringslivet synes uansett åpenbar.

Aktivitetsvirkningen i næringslivet av tiltakene på skattesiden er gjennomgående om lag det halve av økt offentlig vareetterspørsel og enda lavere for arbeidsgiveravgiftsnedsettelsen. De desidert svakeste effektene følger med økt offentlig sysselsetting. Den økte offentlige sysselsettingen reduserer aktiviteten i næringslivet. Årsaken til dette er at presset i arbeidsmarkedet øker langt mer med dette tiltaket og dermed blir lønningene mye høyere enn i referansebanen. Dette, sammen med høyere renter som styrker kronekursen, svekker den kostnadsmessige konkurranseevnen. Det trekker i retning av økt import og redusert eksport. Til tross for denne klare dempningen av de ekspansive virkningene av økt offentlig sysselsetting, er effektene i makro både for BNP, samlet sysselsetting og arbeidsledighet likevel mye sterkere enn for andre tiltak.

Responsen i pengemarkedet er viktig for effektene i næringslivet. Stimulanser gjennom offentlig etterspørsel øker renta, mens avgiftslette reduserer den. Renteresponsen får igjen følger for valutakursen som med avgiftslette svekkes og dermed bidrar til en styrking av konkurranseutsatt virksomhet, mens det motsatte er tilfelle ved økt offentlig etterspørsel. Uten en slik respons i pengemarkedet vil motpolene av tiltak; personskattelette og økt offentlig sysselsetting, ha om lag de samme virkningene på aktiviteten i næringslivet. De vil være klart mindre enn ved økt offentlig etterspørsel etter varer og tjenester, men større enn ved avgiftslette. Hovedmekanismen med hensyn til næringslivsstimuleringen går både med personskattelette og økt offentlig sysselsetting gjennom husholdningenes konsum. Konsumet øker om lag like mye og aktiviteten i næringslivet med det. Virkningen på husholdningenes realdisponible inntekt er i de to første årene litt høyere med skattelette. Økt offentlig sysselsetting medfører imidlertid lavere realrente på grunn av høyere prisvekst så lenge de nominelle rentene ikke påvirkes.

5.6 Budsjettvirkninger

De initiale ekspansive impulsene er om lag like i alle virkningsberegningene, med en budsjettimpuls på 20 milliarder kroner. Likevel avviker virkningen på budsjettoverskuddet en god del fra det. Vi ser på budsjettoverskuddet i løpende kroner, og det vil generelt påvirkes av det nominelle forløpet. Videre innebærer et høyere aktivitetsnivå at

inntektene fra både skatter og avgifter øker, men med unntak av utgiftene til arbeidsledighetstrygd vil også kostnadene øke. Statens store oljeinntekter innebærer en særnorsk type budsjetteffekt: Ettersom oljeprisen i dollar er uavhengig av kronekursen, vil politikkstimulanser som bidrar til høyere rente og dermed sterkere kronekurs, medføre at oljeinntektene målt i kroner reduseres, og det svekker budsjettbalansen.

5.7 Rentestimulans

I beregningene rapportert ovenfor responderer rentesettingen på de finanspolitiske tiltakene og tildels motvirker dem. I den dype krisen, som i hvert fall mange andre land er på veg ned i, har renta alt blitt brukt meget aktivt og tildels er styringsrentene satt ned tilnærmet til 0. Da er det ikke mer å gå på. Våre beregninger kunne også ha vært gjort ut i fra en bane hvor styringsrenta enten var kommet til bunns. I en slik situasjon vil renteresponsene referert til ovenfor være irrelevante: Skattelette ville ikke kunne bringe dem lenger ned (enn null – eller det bunnivået en av andre grunner hadde bestemt seg for) og etterspørselstimulans ville kanskje ikke medføre noe ønske om en motvirkende rentesetting. I skrivende stund er ikke norsk økonomi der, og det er uansett et relevant spørsmål hvordan en rentestimulerende politikk virker i forhold til finanspolitiske stimulanser.

Virkningen av en rentereduksjon er svært avhengig av hvordan valutakursen vil reagere. Forutsatt at påvirkningen av valutakursen er i tråd med modellen, vil en rentereduksjon på 2,5 prosentpoeng gjennomgående gi langt sterkere effekter på norsk økonomi enn de finanspolitiske stimuleringsiltakene med initial impuls på 20 milliarder. Unntaket er imidlertid i arbeidsmarkedet. Som førsteårseffekt er virkningene både på ledighet og sysselsetting gjennomgående svakere enn nesten samtlige av de finanspolitiske tiltakene. Dette til tross for en vesentlig sterkere effekt på BNP som følge av en klar økning i både innenlandsk etterspørsel og eksport.

Årsaken til at rentereduksjonen virker så kraftig på BNP er at impulsen mot økonomien er mer enn inntektsvirkningen av lavere rente: Lavere rente reduserer brukerkostnadene på kapital og dermed stimuleres både husholdningenes og næringslivets investeringer. Husholdningenes fordeling av konsum over tid påvirkes av lavere rente. Rentenedssettelse reduserer sparingen fordi gevinsten ved å

utsette forbruket reduseres. Husholdningens formue øker som følge av høyere boligpriser, noe som også direkte stimulerer forbruket.

Lavere rente får kraftig fart i boligmarkedet. Økt etterspørsel innebærer høyere priser på brukte boliger. Dermed settes det i gang flere nye byggeprosjekter. Beregningene viser at boligprisene det tredje året øker med nær 27 prosent i forhold til referansebanen. Dette illustrerer faren for at stabiliseringen av økonomien på kort sikt fører til nye bobler i aktivaprisene og dermed økte framtidige konjunkturbevegelser.

Men det er ikke bare økt innenlandsk etterspørsel som virker stimulerende. En reduksjon i renta på 2,5 prosentpoeng må forventes å gi en betydelige svakere krone i forhold til hva en ellers hadde hatt. Dette innebærer høyere norsk pris- og lønnsvekst, men likefullt en betydelig bedret kostnadsmessig konkurranseevne. Eksporten blir med andre ord stimulert samtidig som importkonkurrerende virksomhet får det lettere. Dermed reduseres importens andel av samlede leveranser innenfor den enkelte produktgruppe. Importen samlet går riktignok opp, men den relative økningen er mindre enn økningen i den innenlandske etterspørselen.

Den kraftige prisøkningen på grunn av den svekkede kronkursen innebærer at reallønna faller i de to første årene, mest i det første. Dette innebærer at husholdningenes realdisponible inntekt i det første året faktisk blir lavere enn i referansebanen. Reduserte nominelle og spesielt reelle renter sammen med høyere boligpris er årsakene til at forbruket likevel stiger. Fallet er også midlertidig, alt i det andre året er realdisponibel inntekt klart større enn i referansebanene – i stor grad en følge av at virkningene på lønningene av økt lønnsomhet og generelt høyere priser kommer med ett tidsetterslep.

Virkningen av lavere rente og spesielt lavere kroneverdi kommer spesielt konkurranseutsatt virksomhet til gode. Dette kommer tydelig fram ved at produksjonsøkningen i industrien relativt sett er om lag dobbelt så kraftig som resten av næringslivet, til tross for at etterspørselen fra den viktige oljevirkksomheten er forutsatt upåvirket.

Årsaken til at aktivitetsveksten det første året ikke slår ut i en tilsvarende høy vekst i sysselsettingen er at arbeidspro-

duktiviteten øker og økningen er større enn ved de finanspolitiske stimuleringsiltakene. Dette skjer blant annet som følge av økte investeringer trigget av et kraftig fall i brukerprisen på kapital. Brukerprisen faller som en direkte følge av lavere rente, men også fordi inflasjonen øker. Alt det andre året er virkningene i arbeidsmarkedet sterkere enn for samtlige finanspolitiske stimuleringsiltak, men unntak av økt offentlig sysselsetting.

Hvis valutakursen ikke skulle bli svekket av rentenedsettelsen, ville virkningene bli en helt annen: Prisene ville da ikke øke og husholdningene realdisponible inntekt ville da øke også i det første året. Dermed ville husholdningene etterspørsel bli kraftigere stimulert. På den annen side ville en ikke fått noen bedring av den kostnadsmessige konkurranseevnen, slik at eksporten nærmest ville vært upåvirket, mens importen ville økt i takt med den økte innenlandske etterspørselen. Situasjonen i arbeidsmarkedet ville på kort sikt ikke blitt noe bedre enn i referansebanen. Dette fordi lavere brukerpriser på realkapital fremdeles ville vridd innsatsfaktorbruket vekk fra arbeidskraft. Økt produksjon og økt arbeidskraftsproduktivitet ville omtrent nøytralisert hverandre, slik at sysselsettingen i de to første årene nærmest ikke endres av et rentekutt uten valutakursrespons.

6 AVSLUTNING

Det er mulig å dempe lavkonjunkturen ved hjelp av ulike stimuleringsiltak. I vurderingen av effektiviteten til virkemidlene må en se på styrke og tidsprofil for aktivitets-effektene. En må også ta hensyn til hvilke deler av økonomien som kraftigst rammes av konjunkturtalbakeslaget og hvor det er mest ledige ressurser. Isolert sett vil det være mindre friksjoner knyttet til tiltakene hvis det er disse bransjene som stimuleres, i tillegg til at dette kan være en målsetting i seg selv⁹. Men heller ikke dette er nok. Samfunnets totale nytte av tiltaket er avgjørende: Verdsettingen av økte offentlige tjenester, økt offentlig realkapital eller bedret økonomi i bedrifter og eller husholdninger må veies mot hverandre. I tillegg kommer spørsmålet om reversibilitet: Er det forskjeller mellom tiltakene med hensyn til hvor lett det er å fjerne dem når konjunkturerne snur til det bedre?

Finanskrisen ser spesielt ut til å ramme den eksportorienterte delen av næringslivet i tillegg til bygge- og anleggs-

⁹ Slike mekanismer er ikke bygget inn i KVARTS. Dette er bl.a. en følge av at det bare er en homogen type arbeidskraft og bare ett arbeidsmarked – geografisk og kompetansemessig.

bransjen samt produsenter og detaljister av varige konsumgoder. I følge modellberegningene har rentekutt mange gunstige effekter for disse næringene: Forutsatt at en kan stole på at valutakursen faktisk reagerer i tråd med det modellen sier og at eksportindustrien på tilsvarende måte faktisk kan utnytte den bedrede kostnadmessige konkurranseevnen, vil eksportvolumene øke klart. I dagens situasjon med kraftig nedgang i internasjonal handel og uro i finansmarkedene, er dette imidlertid ikke opplagt.

Rentekutt vil virke stimulerende på husholdningenes etterspørsel og spesielt kraftig på kjøp av varige forbruks-goder. Når også bygge- og anleggsvirksomheten stimuleres mer enn andre næringer gjennom økte investeringer på grunn av reduserte brukerpriser på kapital, framstår rentekutt som et tiltak som i stor grad stimulerer bransjene som er hardest rammet. Økt fare for nye bobler i boligmarkedet og andre aktivamarkeder er imidlertid en viktig kostnad ved rentenedsettelse. Potensialet for ytterligere rentenedsettelser er for øvrig uansett svært begrenset ettersom styringsrenta i slutten av april alt er nede i 2 prosent.

Økte offentlige investeringer i bygg- og anlegg framstår som et generelt finanspolitisk virkemiddel som kan måle seg med rentekutt med hensyn til treffsikkerhet. Det er det optimale virkemiddelet for å stimulere bygge- og anleggsvirksomheten. Økt vedlikehold på offentlige bygg og anlegg (produktinnsats) vil ha de samme egenskapene.

Av de finanspolitiske stimuleringspakkene vil økt offentlig etterspørsel bare gjøre situasjonen verre for den konkurranseutsatte delen av næringslivet. Generelle skatte- og avgiftslettelser kan i meget beskjeden grad hjelpe på situasjonen i denne delen av økonomien. Selv det mest effektive tiltaket, redusert arbeidsgiveravgift, vil ett kutt på rundt 3 prosentpoeng bare bidra til 0,2 prosent høyere eksport av tradisjonelle varer i 2011 og 2012. Av de generelle tiltakene er det bare rentereduksjoner som kan tenkes å ha en kraftfull virkning på aktiviteten i konkurranseutsatte næringer, og selv det er slett ikke opplagt.

For situasjonen på arbeidsmarkedet er konklusjonene klare. Her er det ingen tvil om at økt offentlig sysselsetting er det suverent mest effektive middel i bekjempelsen av arbeidsledighet. Det er imidlertid vanskelig å tenke seg at en slik politikkinnretning alene skal bekjempe konjunk-

turnedgangen. Som tidligere nevnt trengs også produktinnsats og kanskje noe realkapital for at de nyttilsatte skal kunne produsere. Det vil redusere effektiviteten. Et annet spørsmål er om det på kort sikt er mulig å finne tilstrekkelig mange meningsfylte arbeidsoppgaver, hvor samfunnet har en klar nytte av aktiviteten og samtidig har infrastruktur til å drive virksomheten.

Offentlig sysselsetting er en type tiltak som kan være vanskeligst å reversere: Hvis man klarer å finne nyttige arbeidsoppgaver og klarer å få dem løst med den økte bemanningen – kan det være vanskelig å endre dette når behovet for stimulering ikke lenger er til stede. I den grad man bare har fremskyndet ønsket aktivitet, er dette ikke noe ankepunkt. Hvis det derimot er tiltak som egentlig ikke har vunnet fram i den politiske prioriteringen, kan en komme til å sitte igjen med det en må betrakte som ulønnsomme offentlige aktiviteter

Av tiltakene på skattesiden er det særlig arbeidsgiveravgiftslette som monner med tanke på bedring av situasjonen i arbeidsmarkedet. Spørsmålet om reverserbarhet er også relevant for skattetiltak. Folk har vanskelig for å akseptere redusert offentlig tjenestetilbud i «verdens rikeste land», men de liker heller ikke økte skatte- og avgiftsatser. Vi mener likevel at skattetiltak generelt må oppfattes som å være relativt lette å reversere.

Det er vanskelig å tenke seg noe annet enn at gjennomføring av investerings- og vedlikeholdsprosjekter med høy nytteverdi samlet sett er blant de beste konjunkturtiltakene i dagens situasjon. En stor fordel med tiltak i form av investeringer er at de i prinsippet er svært enkle å reversere. Forutsetningen må imidlertid være at prosjektene ikke er for store. Det kan være vanskelig og samfunnsøkonomisk lite gunstig å stoppe halvferdige prosjekter. Spørsmålet er om man har mange nok prosjekter som lar seg gjennomføre raskt nok.

Vi venter at den massive rentereduksjonen som har funnet sted har fått orden på økonomien i de fleste husholdninger og vil få den norske konsumveksten på fote ganske raskt. På kort sikt vil det i så fall ikke være noen sterk konjunkturmessig begrunnelse for generelle kutt i personskatt eller moms. For husholdninger som sliter økonomisk, for eksempel på grunn av arbeidsledighet, vil generelle skatte- og avgiftslettetiltak være lite målrettede. Skulle husholdningenes økonomi eller etterspørsel på bred front bli

svakere enn SSBs prognoser tilsier, vil skatte- eller avgiftslette framstå som et mer hensiktsmessig stimuleringsalternativ.

Med store behov for stimulanser, vil man kunne støte på praktiske kapasitetsproblemer ved enkelte av tiltakene. Dette, sammen med usikkerhet knyttet til hvordan de ulike tiltakene vil virke og behov for å stimulere mange ulike deler av økonomien, gjør at det virker som en fornuftig strategi å sette sammen pakker med flere tiltak.

KVARTS er i internasjonal sammenheng en disaggregert og stor modell. Det er likefullt en makromodell – noe som medfører at ikke alle aspekt ved den mangfoldige økonomien er tatt hensyn til. Det innebærer at en rekke detaljer knyttet til det en i praksis ønsker å gjennomføre av tiltak, ikke er analysert i våre beregninger. Skattelette kan for eksempel tenkes kanalisert mot grupper med stor eller liten marginal konsumtilbøyelighet og etterspørselsøkninger kan i ulik grad rettes mot virksomhet med stort eller lite innslag av konkurranse fra utlandet. Våre beregninger gir således et grovt bilde av hva en kan forvente av virkninger av ulike typer tiltak, men likevel mener vi at det fanger opp viktige forskjeller som vil være der med mindre en setter inn veldig målrettede tiltak i forhold til en mer «gjennomsnittlig» virkemiddelbruk.

REFERANSER:

Blanchard, Oliver og Roberto Perotti (2002): An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output, *The Quarterly Journal of Economics* 4, 1329-1368.

Boug, Pål og Yngvar Dyvi (red.) (2008): MODAG: En makroøkonomisk modell for norsk økonomi, Sosiale og økonomiske studier, SSB.

Euroframe (2008): Economic Assessment of the Euro Area. Euroframe, Autumn report 2008. <http://www.euroframe.org/index.php?id=120>

Gali, Jordi, J. David López-Salido og Javier Vallés (2007): Understanding the Effects of Government Spending on Consumption, *Journal of the European Economic Association*, 1, 227-270.

Jansen, Eilev S. (2009): Kan formueseffekter forklare utviklingen i privat konsum?, kommer i *Samfunnsøkonomen*, se <http://www.ssb.no/forskning/personer/eja/index.html>.

Johansen, Per Richard og Inger Holm (2001): Makroøkonomiske virkninger av ulike måter å bruke realavkastningen av Petroleumsfondet på, *Økonomiske analyser* 4, 20-31.

Romer, Christina og David H. Romer (2007): The macroeconomic effects of tax changes: Estimates based on a new measure of fiscal shocks, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. W13264.

Statistisk sentralbyrå (2008): Konjunkturtendensene, *Økonomiske analyser* 6, 3-28.

Statistisk sentralbyrå (2009): Økonomisk utsyn over 2008, *Økonomiske analyser* 1.

ABONNEMENT

ABONNEMENT LØPER TIL OPPSIGELSE FORELIGGER



OLA H. GRYTEN
Professor dr.oecon, NHH

Boligkrakk og finanskrise i historisk perspektiv

Den pågående finanskrisen gjenspeiler på mange måter klassiske finanskriser, med ekspansiv penge- og kredittpolitikk ledsaget av overoppheting av økonomien og bobletendenser etterfulgt av krakk og krise. Likevel er det historisk sett ikke så mange ganger vi har hatt sammenfall av børskrakk, boligkrise, kredittkrise og markant nedgangskonjunktur så simultant som denne gangen. Historiske data representert her viser nemlig at simultaniteten i bevegelser mellom konjunkturer, aksjer og boligpriser ikke alltid er like klar. Om vi sammenligner Norge med forholdene ute er kanskje et av de mest overraskende trekkene ved den nåværende krisen her hjemme at boligmarkedet, tross rekordhøye både reelle boligpriser og P/R-koeffisienter ikke har korrigert seg ned mer enn hva det har gjort.

1 FINANSKRISER GANGER FIRE

Den pågående finanskrisen kjennetegnes av flere globale kriser samtidig. For det første har vi sett en internasjonal aksjeboble som har endt i aksjekrakk, med fall på mer enn 40 prosent på de fleste børser. For det andre har vi sett en internasjonal boligboble som har endt i boligkrakk med typiske fall i boligpriser på mellom 10 og 30 prosent.¹ For det tredje et markant konjunkturtilbakeslag, med resesjon i realøkonomien. For det fjerde en kredittkrise med store investerings- og forretningsbanker som går over ende i mange land.

Historisk sett følger den nåværende krisen et klassisk mønster blant annet beskrevet av Hyman Minsky og

Charles Kindleberger.² Ekspansiv penge- og kredittpolitikk, kredittliberalisering og innovasjoner innen finans- og har denne gang som ofte i historien ført til overekspansjon, oppheting, bobletendenser og påfølgende finansielle krakk og kriser. Likevel er det forbløffende sjeldent at vi har sett så sammenfallende markante fall i aksjepriser, boligpriser, kredittmarkedet og verdiskaping som nå. De to mest i øyenfallende episodene i norsk økonomi er årene er den såkalte Kristianiakrisen i 1899-1905 og finanskrisen 1988-1992.

I denne artikkelen vil jeg i hovedsak se på det norske boligmarkedet og trekke historiske paralleller mellom

¹ Røed Larsen og Mjølhus (2009).

² Minsky (1982) og Kindleberger og Aliber (2005).

utviklingen i konjunkturer, aksjemarkedet og boligmarkedet.

2 INTERNASJONAL KRISE

USA ble rammet hardt og tidlig av krisen. En del institusjonelle faktorer har forårsaket at de har kommet dårlig ut på de fleste felt som har med denne krisen å gjøre. Den såkalte subprime-krisen var en av de som rammet først.³ Mange aktører som tidligere var regnet som ikke-kredittverdige fikk rammelån med finansiering utover selve boligprisen under den sterke kredittveksten. Lånene fikk de primært innvilget i innskuddsbanker eller boliglånsbanker. Disse solgte videre store porteføljer av lån til investeringsbanker. Dermed ble risikoen spredt utover på aktører som ikke hadde kapasitet til å foreta individuell risikovurdering av den enkelte låntaker. I tillegg finansierte investeringsbankene store deler av sine oppkjøp ved å ta opp lån i andre banker, slik ble giringen ble mangedoblet.⁴

Det har vært flere tegn til konjunkturavmatning i løpet av de ca 15 år vekstperioden, pågikk mer eller mindre uavbrutt. Men disse ble i stor grad annullert ved lavere renter, skattelette og krisepakker. Dermed fikk markedene ikke mulighet til å korrigere seg. Overopphetingen og bobletendensene fortsatte, og korreksjoner ble til krakk når de først kom. I USA førte etter hvert stigende renter, avmatning i boligprisene og senere konjunkturtilbakeslag med økt arbeidsledighet til at mange ikke maktet betjene sin gjeld og dermed foretok såkalte "walk outs". Bankene ble sittende med et stort boligvolum som de ikke fikk omsatt. Store tap smittet over på andre banker de hadde hentet kreditt fra. Dermed var tapsdominoen i gang og smittet over på europeiske banker, som selv satt med råtne låneporteføljer.⁵

3 NORSKE FORHOLD

I Norge førte lav rente under en langvarig konjunkturoppgang, kredittvekst, levestandardsvekst og generøs finanspolitikk i mange år 1993-2007 til sterk vekst i finans. Mest bemerkelsesverdig var nok oppgangen på børsen og innen eiendom. Boligprisene ble i tillegg drevet oppover av sterk

befolkningsvekst og tilflytting til byene. Riktignok har ikke boligprisene de siste 15 år økt mer enn i tiårene forut for krisen rundt 1990. Forskjellen var at å det generelle inflasjonsnivået falt fra rundt ti prosent i 1970- og 1980-årene til rundt to prosent og til og med under det. Dermed har realprisene økt betydelig mer enn tidligere. Man så klare tegn til avmatning i boligmarkedet sommeren 2007, mens det store fallet kom høsten 2008.

4 KONJUNKTURER

Det eksisterer årlige historiske BNP-serier for Norge tilbake til 1830, publisert av Norges Bank.⁶ Disse sier oss en hel del om hvordan konjunkturerne har beveget seg. Figur 1 nedenfor viser årlige endringer i historisk bruttonasjonalprodukt per innbygger for Norge 1830-2008, samt prognose for årene 2009-2012. Denne er satt sammen av Statistisk sentralbyrås siste prognose for BNP utvikling og befolkningsframskriving (middels nasjonal vekst).⁷ Det kan argumenteres for å benytte BNP for Fastlands-Norge de siste årene for å unngå strukturelle elementer som ligger i oppbygging og nedbygging av petroleumsproduksjonen. Petroleumsnæringen er imidlertid svært viktig for konjunkturbølgene og bør således inkluderes her. Den formidable fremveksten av den norske handelsflåten fra midten av 1800-tallet representerte på lignende måte som petroleumssektoren en enklavenæring utenfor fastlandsøkonomien, med en valutagave som utgjorde ca 40 prosent av eksportverdien.⁸ Vi har imidlertid ikke BNP-tall for Fastlands-Norge før de siste tiår. For å gjøre seriene konsistente for hele økonomien over tid, benyttes derfor totalt BNP her.

Figuren viser en svært volatil utvikling frem til og med andre verdenskrig og deretter langt større stabilitet. De største tilbakeslagene på 1800-tallet kom under finansielt kaos i begynnelsen av 1830-årene, europeiske uroligheter rundt 1848, Krimkrisen, en internasjonal finanskris, mot slutten av 1850-årene og depresjonen fra slutten av 1870-årene. 1900-tallet begynte med en omfattende finanskris, Kristianiakrakket. Tilbakegangen var imidlertid langt større under verdenskrigene, etterkrigsdepresjonen og den store depresjonen på begynnelsen av henholdsvis 1920- og 1930-tallet, samt andre verdenskrig.

³ Shiller (2008).

⁴ Knutsen (2008).

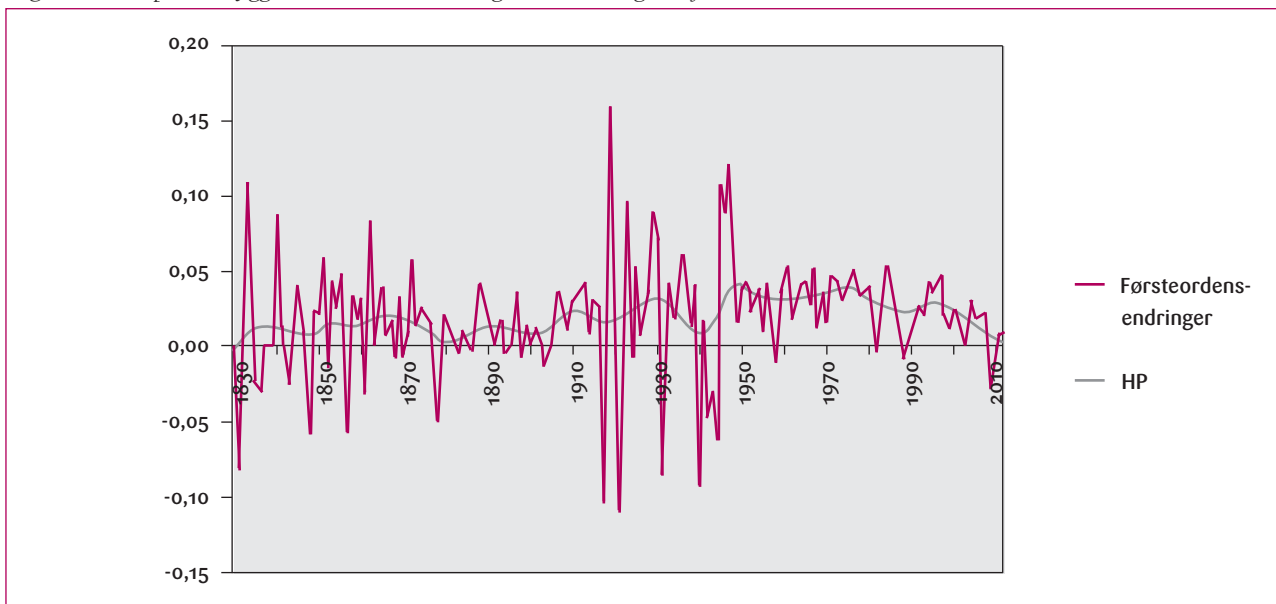
⁵ Krugman (2008).

⁶ Grytten (2004A).

⁷ URL: <http://ssb.no/kt/> og <http://ssb.no/folkfram/tab-2008-05-08-01.html>

⁸ Brautaset (2002).

Figur 1 BNP per innbygger. Førsteordensendringer. Faktiske og HP-filtrerte tall.



Kilde, Grytten (2004A), URL: <http://ssb.no/kt/> og <http://ssb.no/folkfram/tab-2008-05-08-01.html>

Om Statistisk sentralbyrås prognose slår til vil 2009 utgjøre det svakeste vekståret i norsk økonomi siden krigen. Tidligere er det bare årene 1958, 1982 og 1988 som har gitt negative veksttall. Mens siste prognose fra Statistisk sentralbyrå gir -1,7 prosents vekst både i fastlands- og den totale økonomien for 2009. For 2010 viser prognosene svak vekst i begge størrelser.⁹ Figuren viser førsteordensendringer i faktiske BNP-tall og korresponderende HP-filtrerte tall.

Figur 1 viser årlige endringer i output, samt en glattet serie av disse. I tillegg kan vi se på outputgap på absolutte serier. Da beregner vi prosentvis avvik, eller sykelutslag (C) mellom faktiske (Y) og HP-filtrerte (T) nivåttall for BNP per innbygger for hvert år (t):

$$(1) \quad C_t = \ln Y_t - \ln T_t.$$

Om vi følger denne konjunkturindikatoren, gjengitt i figur 2, ser vi at den forventede konjunkturedgangen for de kommende år er betydelig. Det negative outputgapet estimeres likevel til mindre enn under finanskrisen 1988-1992. Den pågående nedkjølingen av realøkonomien ser altså ut til å kunne bli en av de verste konjunkturkrisene i fredsår etter 1930-tallet både nasjonalt og internasjonalt. Dersom vi ser på prognoser for våre handelspartnere viser

de gjennomgående dystre forventninger til konjunkturutviklingen. Om dette slår til kan det bety at en liten åpen økonomi, som den norske, vil oppleve det største konjunkturelle tilbakeslaget etter krigen.

5 BØRSKRAKK

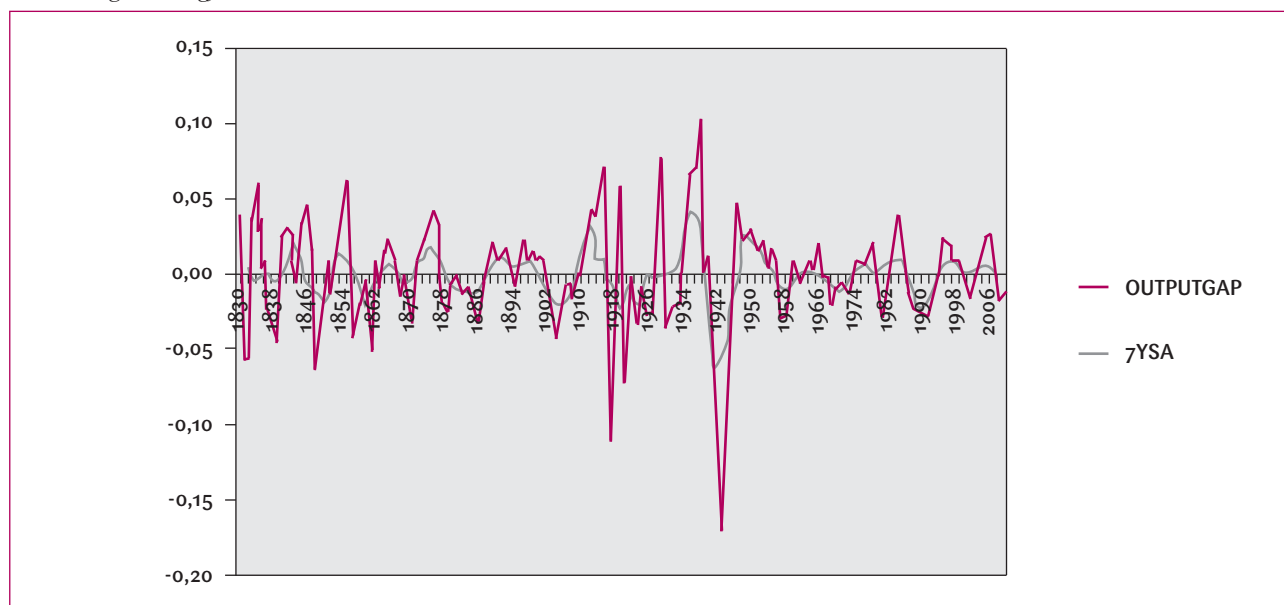
Forut for konjunkturedgangen så vi det mange vil betegne som en kraftig overoppheting av økonomien blant annet gjennom ekspansiv penge- og kredittpolitikk. Politikken bidro også til bobletendenser i finansmarkeder. Det oppstod det som for mange økonomer fortonte seg som markante børsbobler i de fleste land fra 2003 til juli 2007. Deretter så man nervøse børser før det endte med et betydelig aksjekrakk. Oslo Børs har vært en av de med størst fall med hele 64 prosent på et halvt år fra 22. mai til 20. november 2008. I New York var fallet i Dow Jones til sammenligning 43 prosent fra januar til november samme år, mens det på Reykjavik var hele 76 prosent på en dag. Det største kjente børsfallet i et vestlig land på en dag noen sinne.

Norges Bank har publisert en indeks for kursutviklingen på Oslo børs 1914-2001.¹⁰ Om vi skjører den med dagens hovedindeks får vi et bilde av den historiske aksjekursutviklingen fra 1914 og frem til i dag (Figur 3). For å vise

⁹ URL: <http://ssb.no/kt/>.

¹⁰ Klovland (2004)

Figur 2 Outputgap for Norge, målt ved avvik mellom faktisk og HP-filtrert BNP per innbygger. Årlige tall og syv symmetrisk glidende gjennomsnitt (7YSA).

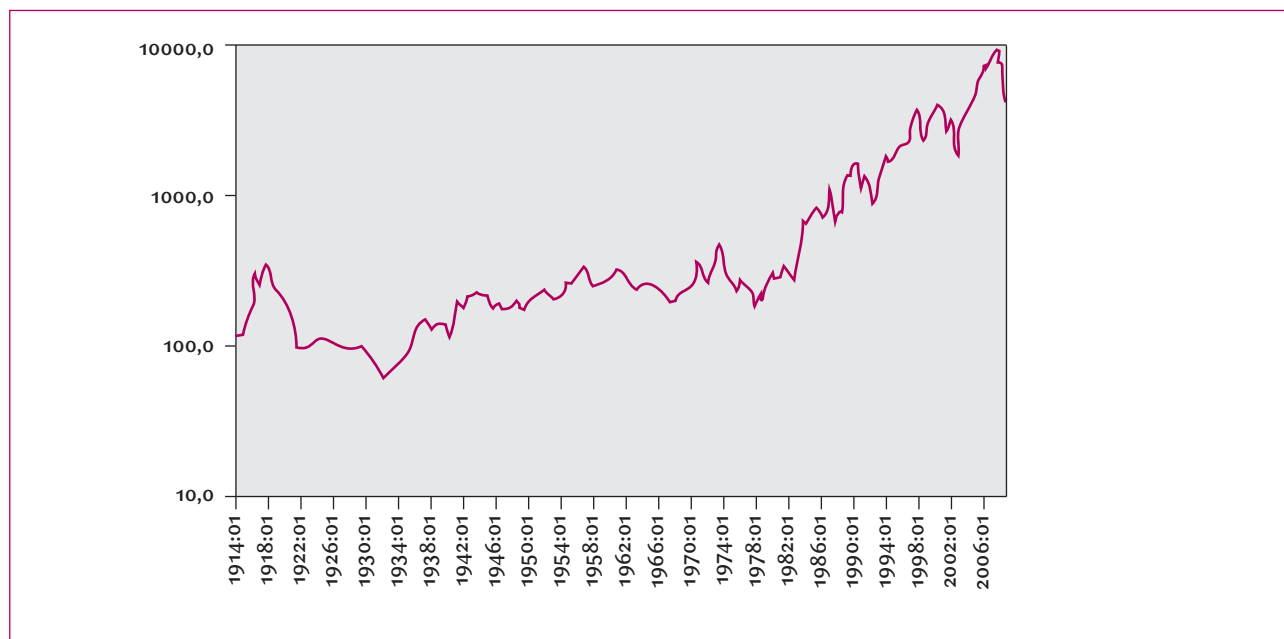


Kilde, Klovland (2004) og Oslo Børs.

relativ vekst i boligprisene, fremfor absolutt, benyttes semi-logaritmisk skala. En ulempe ved dette er at det blir vanskeligere å lese nivået i bevegelsene, særlig bevegelsene nær maksimumspunktene blir lett undervurdert, både opp og ned. Således virker de siste års boble og krakk svært moderat i en slik graf.

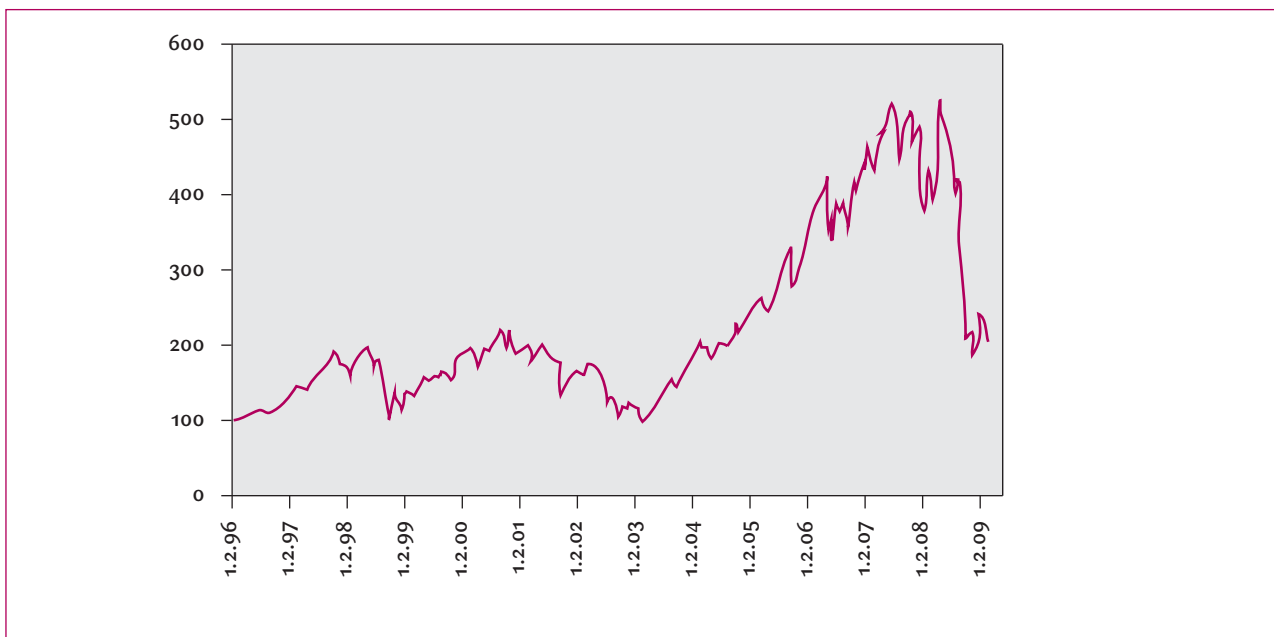
Aksjekursnoteringene på Oslo Børs startet i mars 1881. Vi har ikke noen god oversikt over den sammenhengende kursutviklingen frem til januar 1914, men kan på bakgrunn av tilgjengelige data fastslå at det ikke har vært noe tilsvarende stort fall på så kort tid som i 2008 på Oslo Børs. Samtidig er krakket det nest største på Oslo Børs noen sinne.

Figur 3 Månedstall for hovedindeks på Oslo Børs fra 1914 til og med mars 2009. Semi-logaritmisk skala.



Kilde, Klovland (2004) og Oslo Børs.

Figur 4 Hovedindeks, Oslo Børs. Daglige sluttnoteringer.



Kilde, Oslo Børs.

En sammenligning av figur 1,2 og 3 sier noe om samsvar mellom børs- og konjunkturutvikling. Noe av det mest spesielle er den kraftige veksten i aksjekurs under de siste årene av første verdenskrig. Høsten 1914 til sommeren 1918 ble faktisk hovedindeksen mer enn tredoblet. Samtidig stagnerte BNP kraftig. Under den påfølgende jobbetiden, da BNP viser den sterkeste vekst noen sinne, i 1919 frem til høsten 1920, startet det største norske aksjekrakk noen sinne, med et fall på totalt 73 prosent på månedstall.¹¹ Tilsvarende ser vi at det ikke foregikk noe børskrakk i Norge under de harde 30-åra, da BNP stagnerte kraftig og arbeidsledigheten nådde rekordhøyder. På den annen side var det store aksjekrakk i 1998 og i 2001-2002, samtidig som konjunkturavmatningen bare var moderat. Det har altså historisk sett vært fullt mulig å ha aksjekrakk uten realøkonomisk krise, og realøkonomisk krise uten aksjekrakk. Denne gangen opplever vi begge deler samtidig, og ikke bare nasjonalt, men også globalt. Aksjekursutviklingen i Norge de siste årene er bedre illustrert ved et nærbilde av daglige noteringer de siste årene, fra januar 1996 til og med medio mars 2009, slik som vist i Figur 4.

Grafen viser en meget sterk opplåsing av aksjekursene fra januar 2003 til slutten av juli 2007. I denne perioden var

veksten i hovedindeksen hele 45 prosent per år, en av de sterkeste internasjonalt. Fallet i 2008 var som nevnt rekordraskt og det nest største på Oslo Børs noen sinne. Likevel ser vi et raskt krakk på mer enn 50 prosent i 1998 og et mer langsiktig tofasert krakk fra utgangen av 2001 til våren 2003 på om lag 60 prosent. Aksjekrakkene har med andre ord kommet hyppig og vært store de siste årene, uten at det nødvendigvis har hatt noen dramatisk avspeiling i realøkonomien. Noe av det spesielle med krakket i 2008 synes å være en uvanlig stor bobleoppbygging og at krakket gjenspeiles i en bred internasjonal konjunkturedgang, boligkrakk, kreditt- og finanskriser.

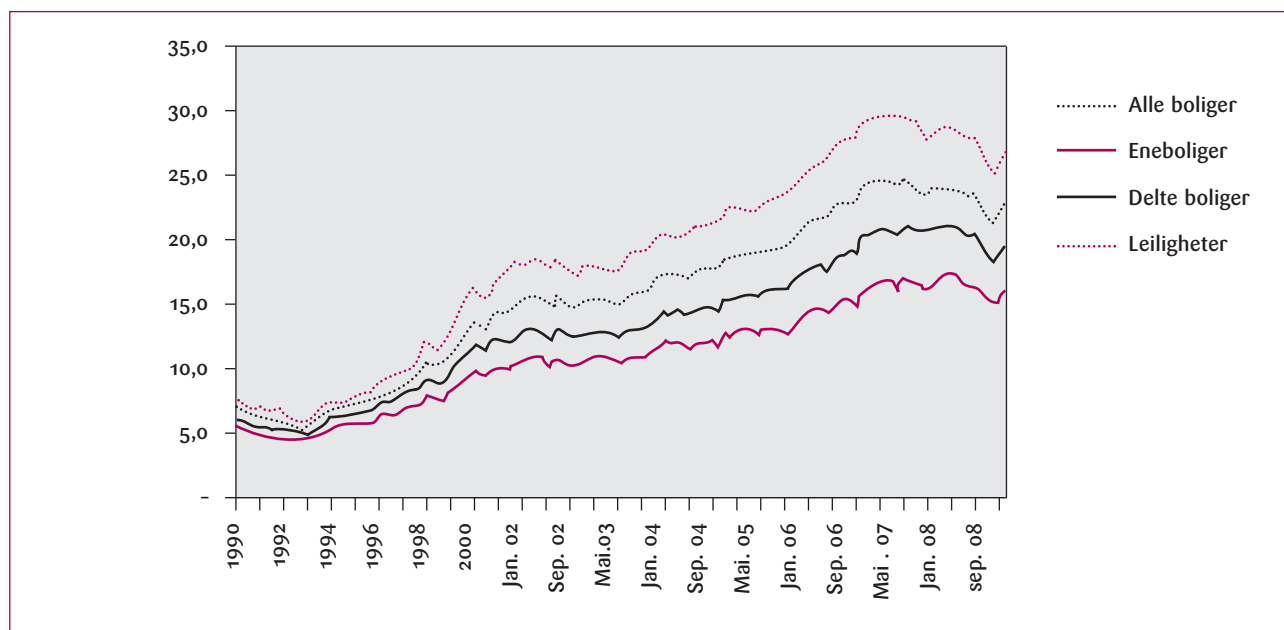
6 BOLIGKRISER

Et av de klare trekkene ved den internasjonale finanskrisen har vært det markante fallet i boligprisene. I løpet av de 12 måneder fra november 2007 til november 2008 falt boligprisene i USA med 20 prosent. i Storbritannia og Irland var fallet på 14 prosent. De negative rekorden i den vestlige økonomi innehar imidlertid Latvia, hvor fallet fra først kvartal 2007 til første kvartal 2008 var på mer enn 38 prosent.¹² Disse tallene er oppsiktsvekkende, selv i historisk målestokk. Aldri før har en sett en slik kollaps i internasjonale boligpriser. Det stadiet vi har lagt bak oss er blitt

¹¹ Klovland 2004.

¹² Gjerstad og Smith (2009).

Figur 5 Boligpriser for Norge i kvartalsvise og månedlige tall i 1000-NOK per kvadratmeter.



Kilde, Econ (2009) og URL: <http://nef.no/index.gan?id=1614&subid=0>.

betegnet som den første globale boligprisboble. Det hevd- des også at vi nå opplever det første globale boligpris- krakket.¹³

I Norge nådde boligprisene en topp i august 2007, siden den tid har de falt svært raskt. Frem til desember 2008 var fallet på hele 14 prosent. Realprisene på boliger, korrigert for generell prisstigning, falt i samme periode med 18 prosent. Prisreduksjonen var størst for delte boliger (11,7 prosent), etterfulgt av leiligheter (9,6 prosent) og minst for eneboliger (6,9 prosent).¹⁴ Figur 5 viser et nærbilde av boligprisutviklingen i Norge siden 1990.

Boligkrisen har vært så omfattende og prisfallet så raskt at situasjonen bør betegnes som et globalt boligkrakk. Utsiktene er fremdeles dystre. Noe som syntes å kunne reversere det markante prisfallet fra høsten syntes å være betydelige sjokk inn i markedet. – Og de kom både på tilbuds- og etterspørselssiden. På tilbudssiden ble ifølge Norges Eiendomsmeidler Forbund antall boliger lag ut for salg nesten halvert frem til og med de første månedene av 2009. Samtidig førte markant fall i styringsrenten og pengemarkedsrentene til økt etterspørsel. Dermed steg prisene i første kvartal 2009. Hvor lenge det vil pågå vet vi

ikke. Men ut i fra det rekordhøye realboligprisnivået i 2007 og det sterke internasjonale boligprisfallet synes norske boliger fremdeles å være overpriset. På et eller annet tidspunkt vil de måtte gå mot en likevekt basert på fundamentale verdier. Prisstigningen de første månedene av 2009 kan da vise seg å være en tidsspesifikk rekyleffekt av et svært sterkt prisfall høsten 2008. En skal heller ikke se bort ifra at fremtidig nominell prisutvikling kan komme til å gå mer sidelengs enn det mange antok i fjor høst, mens realboligprisene da på sikt vil justere seg ned mer i takt med inflasjonen.

7 HISTORISKE BOLIGKRAKK

Fra begynnelsen av 1800-tallet er det mulig å lage en fornuftig prisindeks av norske boligprisdata. En slik utarbeidet av Norges Bank.¹⁵ Indeksen er vist i figur 6. For å få et brukbart bilde av den relative prisutvikling benyttes semi-logaritmisk skala.

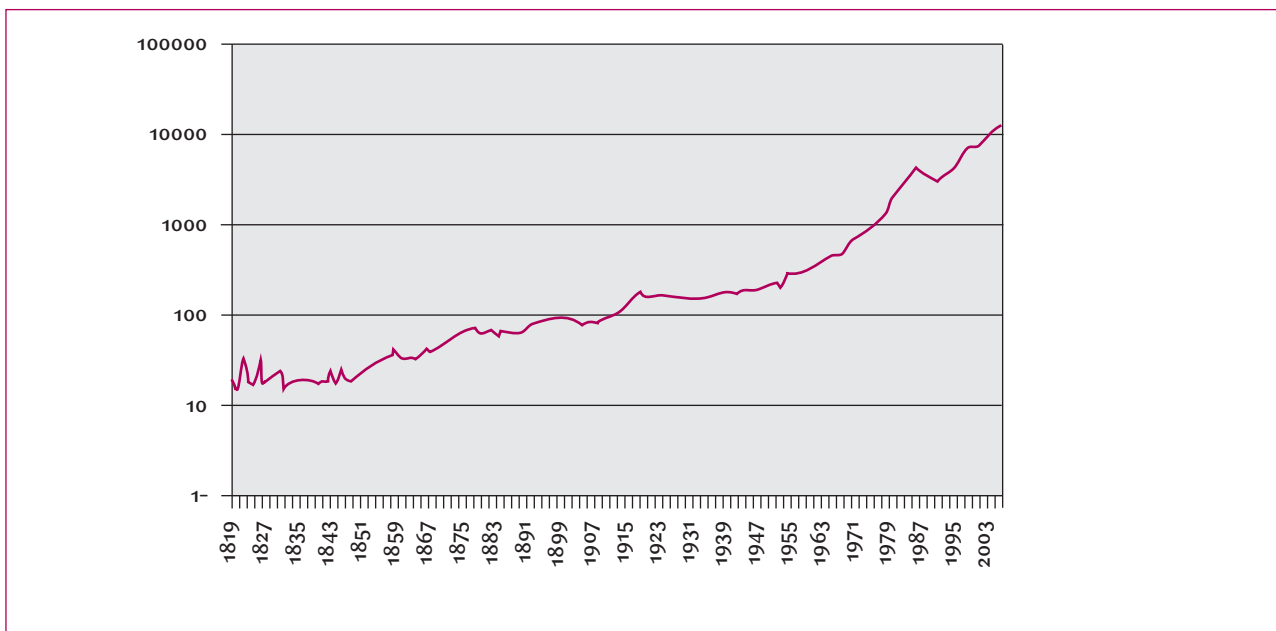
Boligprisene har med få unntak vært stigende de siste 150 år. På slutten av 1800- og begynnelsen av 1990-årene falt de imidlertid med 30 prosent. Et steg på vei for å kartlegge eventuelle boligprisbobler og boligkrakk er å se på

¹³ Turner (2008).

¹⁴ Econ (2009).

¹⁵ Eitrheim og Erlandsen (2004).

Figur 6 Boligprisindeks for Norge 1819-2007 (1900=100). Semi-logaritmisk skala.



Kilder, Eitrheim og Erlandsen (2004), Grytten (2004) og URL: http://norges-bank.no/templates/article_42943.aspx.

boligprisutviklingen i forhold til den generelle prisutviklingen. Det kan vi gjøre ved å deflatere boligprisene med konsumprisindeksen slik at vi får en realboligprisindeks (se figur 7).¹⁶ Dette målet viser at det var en boligprisbølge på slutten av 1800-tallet. Den skyldtes sterk urbanisering og ekspansiv penge- og kredittpolitikk, sammen med sterk vekst i kjøpekraft og levestandard. Boblen kulminerte i Kristianiakrakket, en finans- og boligkrise, som medførte bankkonkurser, økonomisk stagnasjon, investeringstørke og fall i realboligprisene på 23 prosent 1898-1905.¹⁷ I løpet av 1920-årene bygde det seg opp en ny bølge. Det skyldtes ikke stigende boligpriser, men sterk generell deflasjon på grunn av stram pengepolitikk med mål om at den norske kronen skulle appresiere med 100 prosent etter at den i de foregående år hadde falt med 50 prosent i forhold til sin gullparitet. Myndighetene berget norske banker i flere omganger i mellomkrigstiden. Likevel gikk over 100 forretningsbanker over ende.¹⁸ Realboligprisene falt deretter mer enn 36 prosent på elleve år 1933-1944.

Det største boligkrakket, målt i realpriser kom i årene 1987-1992, med et fall på 43 prosent. Foranledningen til

boblen og krakket rundt 1900 og 1990 var liberalisering av kredittmarkeder og ekspansiv pengepolitikk. Dette skapte økt tilgang på kreditt og stor pengerikelighet, som igjen førte til at eiendommer ble overpriset. Oppgangen kunne ikke vedvare og da markedet snudde utviklet det seg til betydelige krakk ledsaget av bankkrise og konjunkturkrise og redusert kjøpekraft for mange aktører både i finans, bolig og de klassiske vare- og tjenestemarkeder. Prosyklisk penge- og kredittpolitikk både under opphevingen og avkjølingen gjorde fallet større.¹⁹

Om vi sammenligner boligmarkedet med konjunkturbevegelsene ser vi igjen at korrespondansen er ganske god, men langt i fra alltid. Realboligprisene steg for eksempel betydelig mens den økonomiske veksten stagnerte under den lange depresjonen fra midten av 1870-åra til begynnelsen av 1890-åra. Under høykonjunktoren rett etter første verdenskrig sank realboligprisene, mens det bygde seg opp en bølge i løpet av de svært vanskelige 1920-åra. Bobletendensene vedvarte langt ut i de harde 30-åra. Det mest bemerkelsesverdige er kanskje at boblen i 1920- og 1930-åra i betydelig grad kom sammen med en alvorlig kredittkrise.

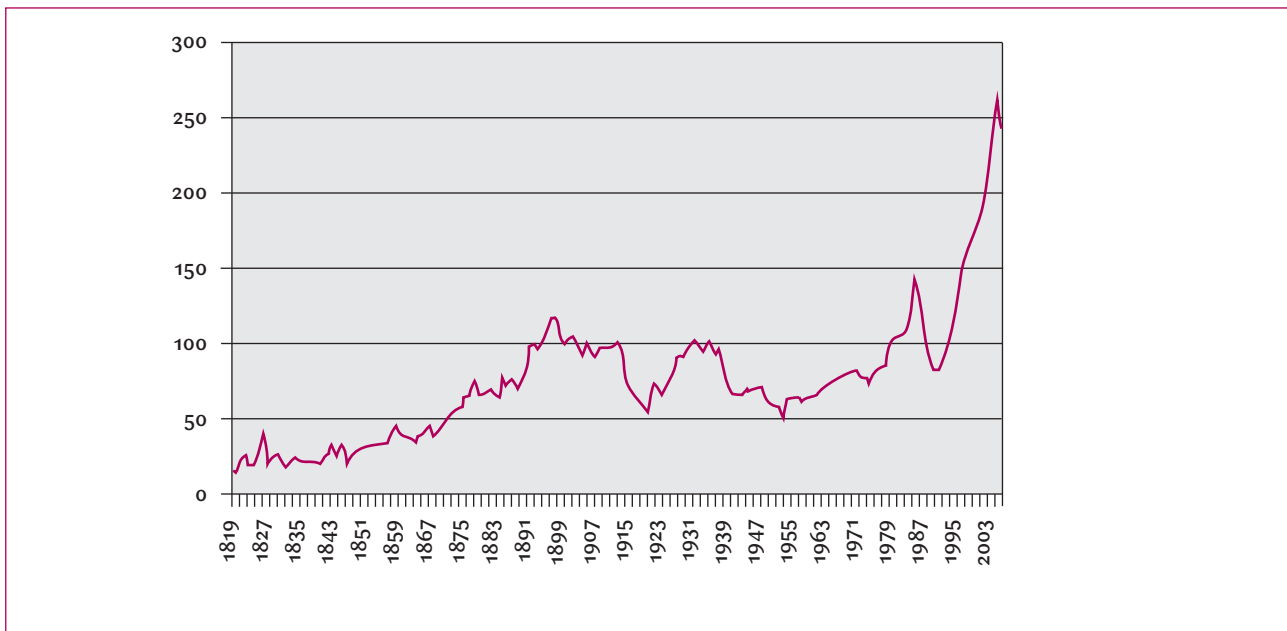
¹⁶ Grytten (2004B).

¹⁷ Hodne og Grytten (2000).

¹⁸ Knutsen og Ecklund (2000).

¹⁹ Hodne og Grytten (2002).

Figur 7 Realboligprisindeks for Norge 1819-2008 (1900=100).



Kilder, Eitrheim og Erlandsen (2004), Grytten (2004) og URL: http://norges-bank.no/templates/article_42943.aspx.

I dag ser vi derimot et sammenfall mellom konjunkturer, aksjemarkedet, boligmarkedet og finans- og kredittnæringens problemer, særlig på internasjonalt plan. Sammenfallet av alle disse formene for negative signaler er kanskje noe av det mest urovekkende ved dagens krise.

8 DAGENS BOLIGMARKED

Det mest markante trekket ved figur 7 er imidlertid ikke de historiske hendelsene, men den enorme realprisveksten på boliger i løpet av de siste 15 år frem til sensommeren 2007. Det er vanskelig å skjønne at denne sterke bevegelsen bort fra trenden ikke skal representere en boligprisboble. Spørsmålet er om det finnes faktorer som kan forklare den sterke realprisøkningen på boliger 1993-2007 som en naturlig og balansert boligprisvekst. En faktor som kan bygge opp under en slik forklaring er at den sterke velstandsveksten de siste årene primært synes å være priset inn i boligmarkedet. Norske boliger har lenge vært underpriset i forhold til mange andre land. Kanskje er vi på veg mot et mer normalt internasjonalt prisleie. I alle fall har kostnadskomponenten ved å sette opp nye boliger steget raskt de siste årene, blant annet på grunn av at det er utviklet seg et globalt marked på mange av disse

komponentene, hvor etterspørselsøkningen har vært formidabel.²⁰ I tillegg har det foregått en sterk befolkningsvekst og urbanisering her hjemme.²¹

9 P/E-ANALYSE

En måte å kartlegge bobletendenser på er å foreta en Price/Earnings- (P/E-) analyse. En slik analyse skal reflektere hvordan markedsprisene utvikler seg i forhold til et objekts fundamentale verdi, representert ved inntjening. Med fundamentale boligpriser menes her nåverdien av forventet fremtidig netto inntjening ved å eie bolig. Det er svært komplisert å beregne troverdige tall for dette over tid og en forenklet tilnærming er å se på leiepriser som en indikator for bevegelsene i fundamentale boligpriser. Det gjøres under antakelse at leieprisene reflekterer nødvendig inntekt for at eierskap skal lønne seg. Om leieprisene blir for høye vil potensielle leietakere heller kjøpe. Dermed skal leiepriser tendere mot markedets oppfatning av fundamentalverdier for boliger.

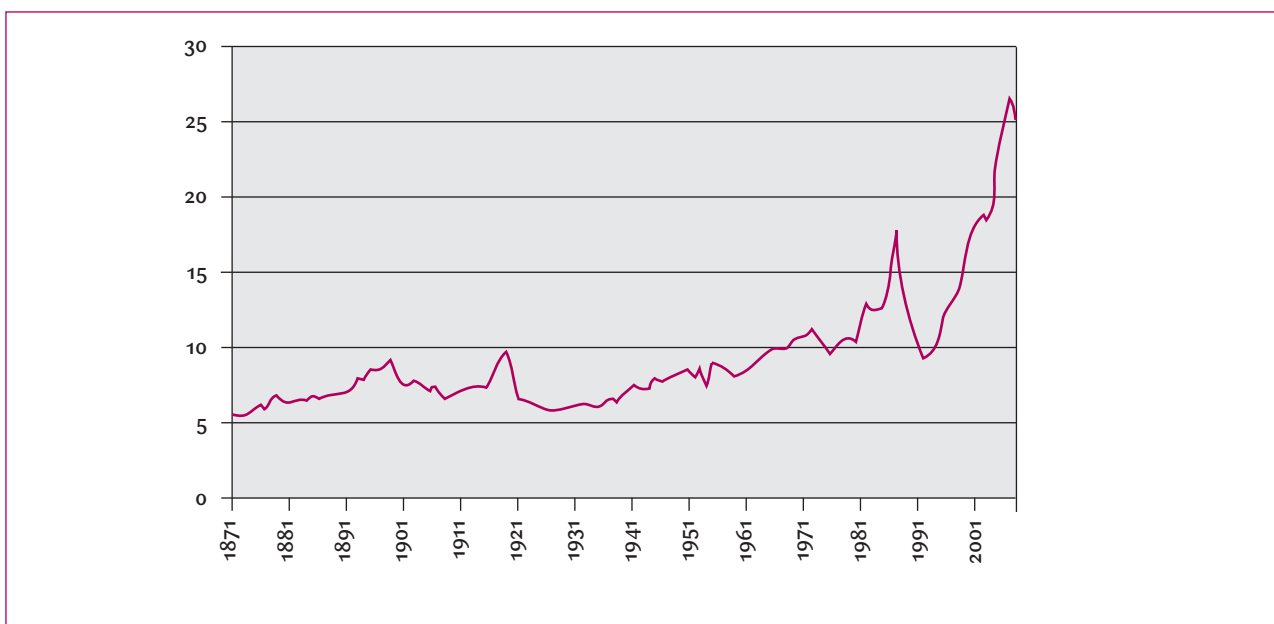
Når en ser på boligmarkedet er det vanlig å benytte boligprisindeksen som indikasjon på prisutviklingen og leiepriser som indikasjon på inntjening. Vi får da en såkalt P/R (Price/Rent)-koeffisient.²² Ved hjelp av historiske data fra

²⁰ URL: <http://ssb.no/vis/emner/08/02/30/bkianl/main.html>.

²¹ URL: <http://ssb.no/emner/02/02/20/innvutv>.

²² Eitrheim og Erlandsen (2004), Grytten (2004) og Ellingsæther (2007).

Figur 8 Historiske P/R-koeffisienter for boligmarkedet. Årlige tall.



Kilder, Eitrheim og Erlandsen (2004), URL: http://norges-bank.no/templates/article_42943.aspx, Grytten (2004) og Ellingsæther (2007).

Statistisk sentralbyrå, Norges Bank og Norges Handels-høyskole har vi beregnet årlige estimater over leieprisutviklingen tilbake til 1871. Dermed er vi også i stand til å presentere en serie med historiske årlige P/R-koeffisienter for det norske boligmarkedet (Figur 8).

Tilnærmingen bekrefter tendensene i realboligprisindeksen. Den eneste betydelige forskjellen er at boligboblen for 1920-årene flyttes frem i tid til første verdenskrig. Fortsatt gjelder det at bobletendensene synes å være sterkest under den siste oppgangen fra 1993 og frem til 2007. Figur 9 viser vi et nærbilde av P/R-koeffisientene de siste årene på kvartalsvis data.

Figuren viser at markedsverdien på boliger har steget meget sterkt i forhold til leiepriser. I løpet av vel 14 år, fra 1. kvartal 1993 til 3. kvartal 2007, ble de nominelle boligprisene nesten femdoblet, mens privatpersoners disponible inntekt ble litt mer enn fordoblet. Boligprisene steg 3,3 ganger mer enn det generelle prisnivået. Det samlede kredittvolum ble 3,3 doblet fra januar 1997 til januar 2008.²³ Vi finner en lignende utvikling i mange andre land. Hvordan mistet markedet stabiliteten?

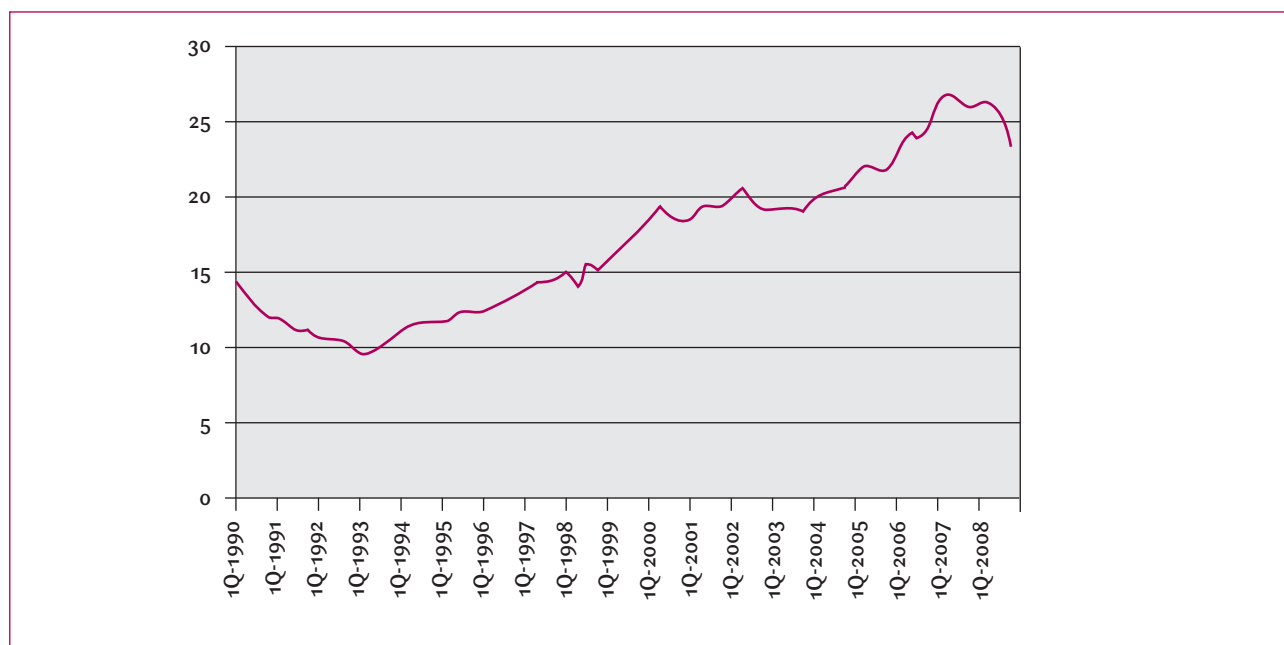
Flere forhold ga sterk vekst i boligprisene. Etter at fastkurspolitikken ble oppgitt i de fleste land i løpet av 1990-

årene innførte de ulike former av inflasjons- eller konjunkturmål for pengepolitikken. Målsettingen ble stabilt lav inflasjon og stabil konjunkturutvikling, men samtidig også stabile valutakurser. Rentepolitikken skulle gi etterspørselsstimulans i tider med lav inflasjon og begrense etterspørselen i tider med sterk inflasjon. En slik politikk skulle virke motsyklisk. Imidlertid inntraff en rekke tilbudssidesjokk i økonomien, som gjorde at inflasjonen sank betraktelig under høykonjunktur. De viktigste var Kinaeffekten, med importert lavinflasjon. I tillegg var det rikelig tilgang på importert arbeidskraft til lav kostnad. I Norge kom denne i stor grad fra Baltikum og Polen. Et tredje tilbudssidesjokk var en svært sterk vekst i produktiviteten, ikke minst innen finansnæringen. Det bidro til lave kostnader per produsert enhet og dermed begrenset inflasjon.

Sentralbankene fikk et annet problem enn det som stod sentralt ved innføringen av inflasjonsmål, nemlig at prisstigningen nå ble for lav. I tillegg var veksten i verdiskapingen etterhvert på vei ned. Begge deler indikerte at økonomien ikke gikk for fullt. Imidlertid skyldtes lav inflasjon, som nevnt, ikke liten etterspørsel, men tilbudssidesjokk utenfra. Lavere vekst i verdiskapingen kom nok først som et resultat av at man stanget hodet i produksjonstaket og dernest fordi konjunktoren begynte å snu.

²³ URL: <http://statbank.ssb.no/statistikkbanken>.

Figur 9 P/R-koeffisienter 1990-2008. Kvartalvis tall.



Kilde, URL: <http://statbank.ssb.no/statistikkbanken>.

Lav inflasjonstakt og tidvis avtakende vekst bidro til at rentene ble satt ned under det som egentlig var en oppgangskonjunktur. En følge var stor etterspørsel etter finansobjekter, deriblandt boliger. Siden økonomien gikk med stor kapasitets-utnyttelse og det var vanskelig å bygge boliger raskt nok til å dekke etterspørselen. På grunn av høykonjunktur og stor og rimelig tilgang på kreditt fikk mange marginale kunder også gode finansieringsordninger. Resultatet var sterk økning i boligprisene, langt utover fundamentale verdier – altså bobleoppbygging.²⁴

10 BOBLEN SPREKKER

Veksten i boligmarkedet synes primært å ha vært kreditt-drevet, slik figur 10 indikerer. Mens disponibel inntekt i husholdninger og ideelle organisasjoner steg med ca 80 prosent på 12 år, ble både kredittvolumet og boligprisene mer enn tredoblet. Vi har altså lånt oss til rekordhøye boligpriser. På sikt kunne ikke kredittveksten fortsette, dermed sank betalingsvilligheten og kredittmulighetene i boligmarkedet og prisene falt med 14 prosent fra og med august 2007 til og med desember 2008.

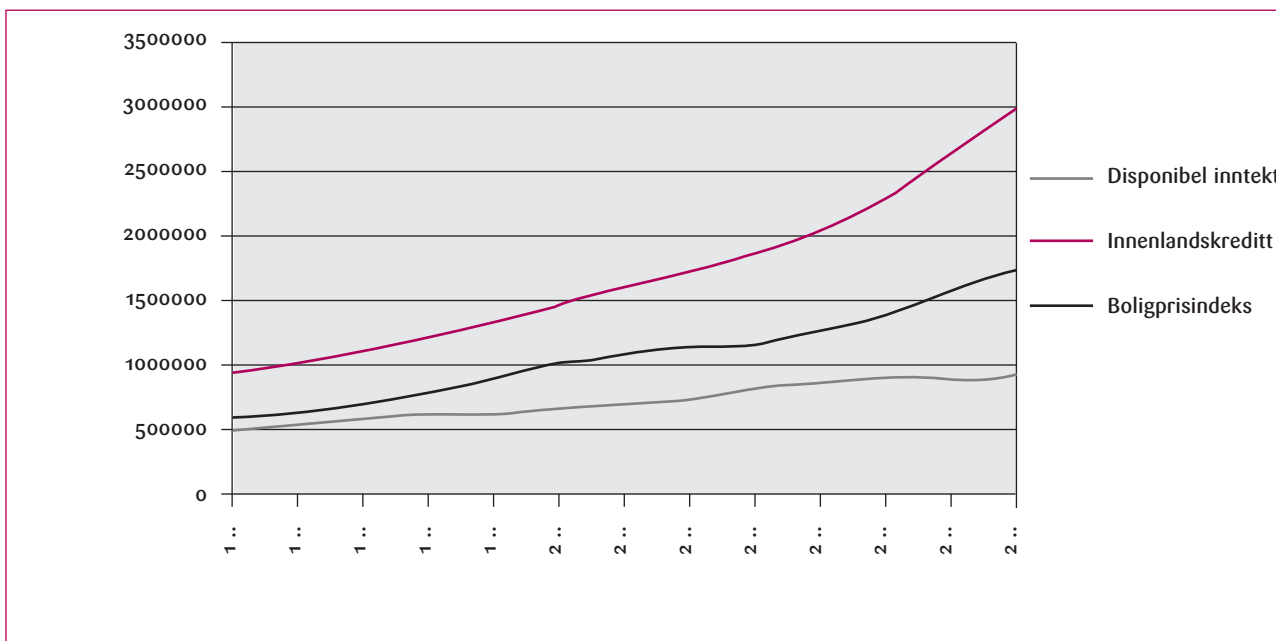
Da konjunkturerne snudde, først i USA og Storbritannia, ble det åpenbart at mange hadde store gjeldsproblemer. Da arbeidsledigheten begynte å stige var det mange som ikke maktet betale avdragene sine. Dermed sprakk boligboblen. Selv om Norge denne gangen har fått krisen inn over seg betydelig senere enn mange andre land begynte man å merke at noe var i ferd med å skje høsten 2007. Med den betydelige internasjonale lavkonjunkturen og finanskrisen som skyller innover landet tyder det meste på at boligprisfallet ikke er over enda, til tross for en betydelig rekyleffekt i begynnelsen av 2009. Om arbeidsledigheten fordobles slik som både NAV og Statistisk sentralbyrå tror, vil flere få problemer med å betjene sin gjeld, norske banker vil tape penger og være vedvarende forsiktige med utlån. Det taler for lavere priser i boligmarkedet. På den andre side kan mangel på lønnsomme plasseringer og lav rente bidra til at prisene på bolig presses oppover.

To sjenerøse kredittpakker på til sammen 450 milliarder i garantier, lån og fonds, kan å bidra til å snu den negative tendensen i boligprisene. Noen mener at dette sammen med lav rente kan virke så sterkt at boligmarkedet ikke får en nødvendig korreksjon nedover.²⁵

²⁴ Fleckenstein (2008).

²⁵ Røed Larsen og Mjølhus (2009).

Figur 10 Disponibel inntekt, innenlandsk kreditt og boligpriser 1995-2007.



Kilde, URL: <http://statbank.ssb.no/statistikkbanken>.

11 KONKLUSJONER

Den norske boligmarkedskrisen gjenspeiler ikke bare en internasjonal boligboom med påfølgende krise, men også historiske boligkriser. En historisk sammenligning viser at sammenfallet av konjunkturedgang, aksjekrakk, kredittkrise og boligkrise er store denne gang enn ved de fleste andre finanskriser. Krisen er på den annen side klassisk ettersom den kommer etter oppblåsing i penge- og kredittvolum og overekspansjon i økonomien med påfølgende bobletendenser. Beregninger av P/R-koeffisienter (salgspris/leie-koeffisienter) presentert her antyder at tiden fra 1993 frem til og med august 2007 representerer en periode med vesentlig bobleoppbygging i boligmarkedet. Denne synes ifølge historiske serier presentert her å være den største boligboblen noen sinne her til lands. I de fleste land har den kulminert med reelle boligkrakk. Fallet i Norge fra august 2007 til og med desember 2008 var meget sterkt, mens prisene igjen steg de første månedene av 2009.

Sett i lys av den globale finanskrisen, konjunkturkrisen og sammenbruddet i boligmarkedene i de fleste land, samt at boligene fremdeles synes å være overpriset virker det mest sannsynlig at boligprisene skal videre nedover. På etterspørselssiden kan imidlertid et videre markant rentefall føre til høyere etterspørsel enn antatt. Mens man på til-

budssiden nå opplever at få boliger legges ut for salg. Dermed vil prisene kunne holde seg overraskende godt oppe. Men fremdeles synes et boligprisfall å være mer sannsynlig. Det eventuelle tidspunkt og nivå for dette har vist seg å være vanskelig å forutsi.

REFERANSER:

- Brautaset, C. (2002): *Norsk eksport 1830-1865 i perspektiv av historiske nasjonalregnskaper*, Doktoravhandling NHH, Bergen.
- Econ (2009): *Eiendomsmeglerbranskens boligprisstatistikk februar 2009*, Norges Eiendomsmeglerforbund og Eiendomsmeglerforetakenes Forening, Oslo.
- Eitrheim, Ø. og S. K Erlandsen (2004): House price indices for Norway 1819-2003, Ø. Eitrheim et al (red), *Historical Monetary Statistics for Norway 1819-2003*, Norges Bank, Oslo, 349-378.
- Ellingsæther, S. (2007): *Konsum og priser i Norge 1871-1910*, Masteroppgave NHH, Bergen.
- Fleckenstein W. A. (2008): *Greenspan's bubbles. The age of ignorance at the Federal Reserve*, McGraw-Hill, New York.
- Gjerstad, S. og V. L. Smith (2009): From Bubble to Depression? Why the Housing Bubble Crashed the Financial System but the Dot-com Bubble Did Not. *Wall Street Journal*. A15.

Grytten, O. H. (2004A): The gross domestic product for Norway 1830-2006, Ø. Eitrheim et al (red.), *Historical Monetary Statistics for Norway 1819-2003*, Norges Bank, Oslo, 241-288.

Grytten, O. H (2004B): A consumer price index for Norway 1516-2003, Ø. Eitrheim et al (red), *Historical Monetary Statistics for Norway 1819-2003*, Norges Bank: Oslo, 47-98.

Hodne, F. og O. H. Grytten (2000): *Norsk økonomi i det 19. århundre*, Fagbokforlaget, Bergen.

Hodne, F. og O. H. Grytten (2002): *Norsk økonomi i det 20. århundre*, Fagbokforlaget, Bergen.

Kindleberger, C. og R. Z. Aliber (2005): *Manias Panics and crashes: A History of Financial Crises*, Palgrave, New York.

Klovland, J. T. (2004): Historical stock price indices in Norway 1914-2003, Ø. Eitrheim et al (red), *Historical Monetary Statistics for Norway 1819-2003*, Norges Bank, Oslo, 329-348.

Knutsen, S. (2008): Finansielle kriser i aktuelt og historisk perspektiv, *Magma*, 3/2008.

Knutsen, S. og G. Ecklund (2000): *Vern mot kriser. Norsk finanstilsyn gjennom 100 år*, Fagbokforlaget, Bergen.

Krugman, P. (2008): *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Norton, New York.

Minsky, H. P. (1982): *The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behaviour of the Economy*, C. P. Kindleberger og J.-P. Laffargue (red), *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 13-29.

Røed Larsen, E og J. Mjølhus (2009): *Finanskrisen! Lånefest, boligboble og dagen derpå*, Gyldendal, Oslo.

Shiller, R. J. (2008): *The subprime solution. How today's global financial crisis happened, and what to do about it*, Princeton University Press, Princeton.

Statistisk sentralburå. URL: <http://statbank.ssb.no/statistikkbanken>.

Statistisk sentralbyrå (2009): Anleggskostnadene ned 2 prosent, 23. januar 2009. URL: <http://ssb.no/vis/emner/08/02/30/bkianl/main.html>.

Statistisk sentralbyrå (2009): Konjunkturtendensene for Norge og utlandet: Kraftig konjunkturedgang, URL: <http://ssb.no/kt>.

Statistisk sentralbyrå (2008): Ny rekord for innvandring, 8. mai 2008. URL: <http://ssb.no/emner/02/02/20/innvutv>.

Turner, G. (2008): *The credit crunch. Housing bubbles, globalization and the worldwide economic crisis*, Pluto Press, London.

Veiledning for bidragsytere

1. Samfunnsøkonomen trykker artikler om aktuelle økonomifaglige emner, både av teoretisk og empirisk art. Temaet bør være av interesse for en bred leserkrets. Bidrag må ha en fremstillingsform som gjør innholdet tilgjengelig for økonomer uten spesialkompetanse på feltet.
2. Manuskripter deles inn i kategoriene artikler, aktuelle kommentarer, debattinnlegg og bokanmeldelser. Bidrag i førstnevnte kategori sendes normalt til en ekstern fagkonsulent, i tillegg til vanlig redaksjonell behandling.
3. Manuskriptet sendes i elektronisk format i Word til Samfunnsøkonomenes Forening ved jannicke.halvorsen@samfunnsokonomene.no, eller direkte til en av redaktørene. Bidragene skal leveres med dobbel linjeavstand og 12 pkt skrift. Artikler bør ikke overstige 20 A4-sider, aktuelle kommentarer 12 sider, debattinnlegg og bokanmeldelser 6 sider.
4. Artikler og aktuelle kommentarer skal ha en ingress på max. 100 ord. Inngressen bør oppsummere artikkelens problemstilling og hovedkonklusjon.
5. Matematiske formler bør brukes i minst mulig grad. Unngå store, detaljerte tabeller. Alle figurer og tabeller skal det henvises til i teksten med figur- og tabellnummer (ikke benytt formen «ovenfor» eller «under» o.l.).
6. Referansene skal følge Harvard Style of Referencing
Referanselisten:
Tidsskrifter: Isachen, A. J. og J. T. Klovland (1982): Pengemengde og inflasjon, hvordan gikk det?, *Sosialøkonomen* 36(1), 11-13.
Bøker: Johansen, L. (1982): *Kriser og beslutningssystemer i samfunnsøkonomien*. Universitetsforlaget, Oslo.
Working papers/rapporter: Finstad, A. G. Haakonsen og K. Rypdal (2002): *Utslipp til luft av dioksiner i Norge – Dokumentasjon av metode og resultater*, Rapport 7, Statistisk sentralbyrå.
7. Referansene i teksten:
Hhv én, to og flere enn to forfattere: «...Johansen (1982), Isachen og Klovland (1982), Finstad m. fl. (2002)».
Referanser i parenteser: «...(Johansen, 1982; Hoel, 2008)».



BJØRN HELGE VATNE
Finansmarkedsavdelingen og Forskningsavdelingen i Norges Bank

Hvilke buffere har husholdene mot nedgangstider?*

Den internasjonale finanskrisen skaper frykt for nedgangstider. Stram kredittpraksis i bankene kombinert med høy ledighet og svak inntektsutvikling kan true økonomien i husholdene. Norske hushold er imidlertid en mangeartet gruppe, og husholdenes økonomi og sårbarhet for nedgangstider varierer mye. Mikrodata på husholdsnivå speiler variasjonen i husholdenes sammensetning og økonomiske tilpasning. Vi bruker disse dataene til å belyse hvilke buffere ulike grupper av hushold har til å møte nedgangstider. Spesielt sammenligner vi økonomien i husholdene i 2006 med situasjonen under krisen 1988–1992. Vi finner at husholdene samlet sett hadde gode buffere i 2006 sammenliknet med tidligere år. Enkelte hushold var imidlertid sårbare. Gruppen av hushold med hovedinntektstaker i arbeidsdyktig alder som står utenfor yrkeslivet, har små buffere, men påvirkes lite av utviklingen i renter og lønnsinntekt. Hushold med unge yrkesaktive hovedinntektstakere og høy gjeld er mest utsatt for svingninger i renter og lønnsinntekt. Disse husholdene har imidlertid gode buffere. Det skal kraftige økonomiske forstyrrelser til før vi ser problemer av den størrelsen vi så under kriseårene rundt 1990.

1 INNLEDNING OG SAMMENDRAG

Finanskrisen har ført til nedgangstider med økende arbeidsledighet, svak inntektsutvikling, fall i boligpriser og i verdien av finansinvesteringer. Forstyrrelsene i finansmarkedene kom etter en lang periode med god inntektsvekst, lav arbeidsledighet og relativt lave renter. Hvor store buffere har husholdene bygd opp under de gode tidene? Hvor store forstyrrelser tåler husholdene før pro-

blemene blir så store som i kriseårene 1988–1992? Vi forsøker å svare på disse spørsmålene ved å analysere den økonomiske situasjonen i enkelthushold gjennom data fra Statistisk sentralbyrå. Den siste observasjonen er per 31.12.2006.

Det er stor variasjon i husholdenes sammensetning og økonomiske tilpasning. Noen står utenfor arbeidsmarke-

* Synspunkter og konklusjoner i artikkelen står for forfatterens regning og reflekterer ikke nødvendigvis Norges Banks syn. Takk til Kjersti Gro Lindquist, Johannes A. Skjeltorp, Jens Olav Sporastøyl og en anonym referee for nyttige kommentarer.

det, noen eier ikke bolig, og ikke alle har gjeld. Økonomiske nedgangstider vil derfor ramme ulikt.

Data på husholdsnivå fra Statistisk sentralbyrå speiler sammensetningen av ulike husholdstyper i befolkningen og er egnet til å belyse husholdenes sårbarhet for endringer i de økonomiske rammebetingelsene. Datamaterialet gjør oss i stand til å analysere hvor utsatte husholdene er for reduserte inntekter, blant annet som følge av arbeidsløshet og økte renteutgifter.

Våre hovedfunn er:

- Samlet sett hadde husholdene i 2006 gode buffere mot økonomiske nedgangstider. Bufferne var store sammenliknet med tidligere år.
- Enkelte hushold var imidlertid i en vanskelig økonomisk situasjon. Mange hushold med hovedinntektstaker under 65 år som står utenfor arbeidsmarkedet, har ingen eller små buffere. Denne gruppen påvirkes imidlertid lite av økte renter og høyere ledighet. Andelen av hushold i denne gruppen har økt i analyseperioden.
- Små buffere skyldes i hovedsak lav inntekt. Renteutgiftene er mindre utslagsgivende.
- Hushold med høy gjeld hvor inntekten i hovedsak består av lønnsinntekt, er mest sårbare for inntektssvikt og økte renter. Disse husholdene har imidlertid gode buffere.
- Sensitivitetsanalyser viser at husholdene samlet sett tåler store økonomiske forstyrrelser i form av inntektsbortfall og økte renter før vi får problemer på nivå med det vi så i kriseårene 1988–1992.

2 HUSHOLDENES BUFFERE

Vi tar utgangspunkt i husholdenes buffere for å belyse deres sårbarhet for nedgangstider. Husholdets buffer er dets likvide midler, dvs. inntekt og bankinnskudd, fratrukket skatt, levekostnader og renteutgifter¹. Bufferen beskriver husholdets evne til å tåle et økonomisk tilbakeslag i form av inntektssvikt og økte renter, samtidig som de skal opprettholde et rimelig forbruksnivå. Bufferen er kun definert for det første året da hele bankinnskuddet inngår. Opplysninger om inntekt, gjeld og renter er hentet fra Inntektsstatistikk for husholdninger fra Statistisk sentralbyrå 1986–2006.

Finansformue utenom bankinnskudd inngår ikke i bufferen. Årsaken til dette er at den er mindre likvid, og at ver-

Boks 1. Datakilder

Inntektsstatistikk for husholdninger: Statistisk sentralbyrå

Dataene i analysen er hentet fra Inntektsstatistikk for husholdninger fra Statistisk sentralbyrå for årene 1986–2006. Se Statistisk sentralbyrå (2008) for en beskrivelse av dataene og ulike analyser av disse. Et hushold består av personer som er registrert bosatt i samme privatbolig. Inntektsopplysninger er fremkommet ved å koble ulike administrative og statistiske datakilder for hele befolkningen per 31. desember i inntektsåret. Den viktigste datakilden er selvangivelsesopplysninger (lønn, næringsinntekt, kapitalinntekter, pensjon med videre). Merk at inntekt innrapportert til ligningsmyndighetene kan være lavere enn den reelle inntekten, mens renteutgifter som gir fradrag i skatten, rapporteres fullt ut. Dataene består av et representativt utvalg fra 1986 til 2004. Fra 2005 dekker statistikken alle hushold. De siste tilgjengelige observasjoner er per 31.12.2006. Utvalget i vår analyse består av ansatte, pensjonister og trygdede. Vi tar ut selvstendig næringsdrivende. For selvstendig næringsdrivende er det vanskelig å skille mellom privatøkonomiske og næringsmessige forhold. Det var 2,1 millioner hushold i utvalget i 2008.

Standardbudsjett: Statens institutt for forbruksforskning (SIFO)

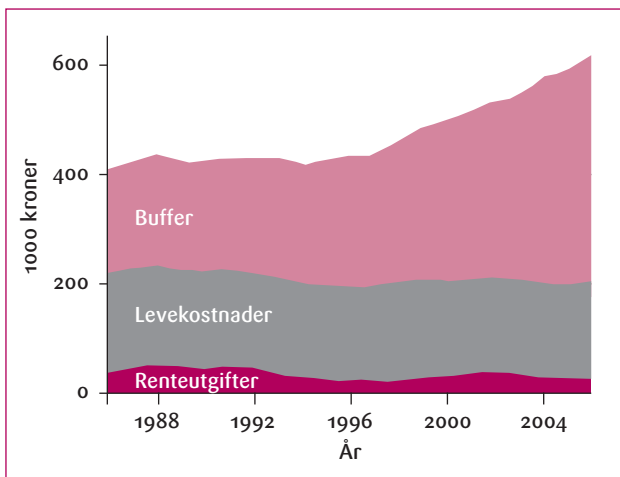
Standardbudsjettet, Statens institutt for forbruksforskning (2008), viser hva det koster å leve på et rimelig forbruksnivå for det aktuelle husholdet. Med et rimelig forbruksnivå menes et forbruk som kan godtas av folk flest. Det oppfyller kravene til vanlige helse- og ernæringsstandarder og gjør det mulig for husholdets personer å delta i de mest vanlige fritidsaktivitetene på en fullverdig måte. I tillegg til forbruksutgiftene har vi lagt til kostnader for oppvarming og vedlikehold av bolig. Merk at levekostnadene ikke tar hensyn til forskjeller i husholds preferanser, levevaner eller geografiske forskjeller.

dien svinger mye. Det er derfor vanskelig å anslå i hvilken grad husholdene kan bruke av denne formuen i vanskelige tider. Beholdningen av finansformue er dessuten svært skjevt fordelt, se for eksempel fordeling av aksjer og aksjefond i figur 9. Aksjeutbytte er også utelatt fra inntekten.

I analysen forutsetter vi at husholdene prioriterer å dekke normale levekostnader før gjeldsrenter. Husholdenes levekostnader er beregnet ut fra Standardbudsjettet som Statens institutt for forbruksforskning (SIFO) har satt opp, og opplysninger om husholdenes sammensetning i Inntektsstatistikken. Etter at levekostnader er betalt, antar vi at husholdene dekker renter på sine lån. Inntektsstatistikken inneholder opplysninger om renteutgifter, men ikke om avdrag. Vi ser derfor bort fra avdrag. Hushold uten en positiv buffer kan ikke dekke normale levekostnader og rentekostnader med sin inntekt og sine bankinnskudd. Summen av de positive bufferne er en indikator på husholdenes samlede kjøpekraft. Husholdet kan bruke sin buffer til konsum ut over de nødvendige levekostnadene eller til sparing. Husholdenes konsum vil derfor også avhenge av spareraten. Et kraftig fall i husholdenes samlede etterspørsel etter varer og tjenester vil få

¹ Mikroanalyser av denne typen ble i sentralbanksammenheng først utført av Johansson og Persson (2006).

Figur 1 *Inntekt etter skatt, tillegg bankinnskudd og fordelt på renteutgifter, levekostnader og buffer. Gjennomsnitt. 2006-kroner.*



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

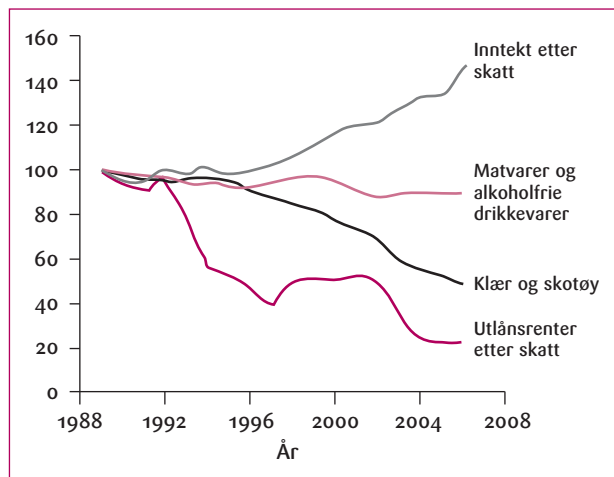
ringvirkninger for inntektene til bedrifter som er rettet mot konsumentmarkedet.

Norges Bank har som oppgave å overvåke faren for alvorlige forstyrrelser i det finansielle systemet, se for eksempel Norges Bank (2008). En viktig del av dette arbeidet er å overvåke kredittrisikoen i bankene. Rundt halvparten av bankenes utlån går til private hushold. Analyser av den økonomiske situasjonen i husholdene inngår som en naturlig del av disse analysene, se Riiser og Vatne (2006) og Vatne (2006, 2008). I disse analysene er vi opptatt av hvor utsatt husholdenes gjeld er for mislighold. Gjelden i hushold med små eller negative buffere vil være spesielt utsatt for mislighold.

3 UTVIKLINGEN I HUSHOLDENES BUFFERE DE SISTE 20 ÅR

For å undersøke hvor robuste husholdene er for nedgangstider kan det være nyttig å se utviklingen i de økonomiske bufferne i et historisk perspektiv. Bufferne i husholdene styrket seg markant i perioden 1986 til 2006, se figur 1. I begynnelsen av perioden hadde husholdene i gjennomsnitt en buffer på i overkant av 190 000 kroner målt i 2006-kroner. Ved utgangen av perioden var bufferen over 400 000 kroner. De viktigste årsakene til denne utviklingen er en sterk vekst i inntekten, en moderat vekst i levekostnader – drevet av billig import fra lavkostland – samt relativt lave utlånsrenter.

Figur 2 *Utvikling i pris på nødvendighetsvarer og i inntekt og renter etter skatt justert for prisstigning. Indeks, 1989-100. 1989 til 2006.*



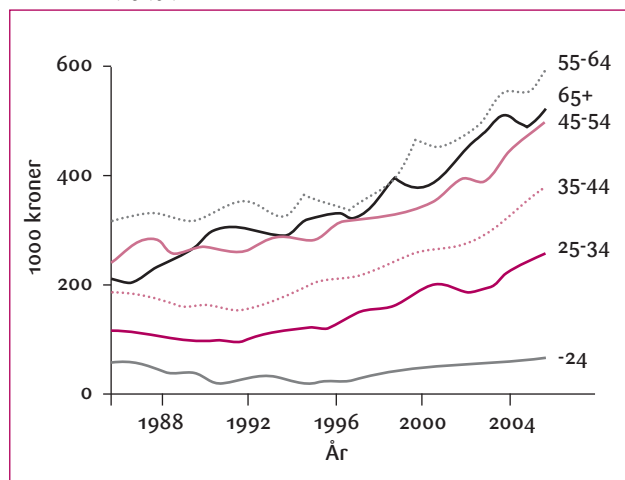
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

Inntekt etter skatt justert for den generelle pristigningen steg med 40 prosent i perioden 1989 til 2006, se figur 2. Mat og klær er blitt billigere. Og realrenten etter skatt er om lag en tredel av hva den var i 1989. Det er skjedd en utvikling i hvilke varer som SIFO anser inngår i et rimelig forbruksnivå. Flere varer og tjenester, spesielt innen gruppene «Lek og fritid» og «Telefon og mediebruk», er lagt til.

Utviklingen i bufferne varierer mye mellom ulike grupper av hushold. Husholdenes økonomi varierer over livsløpet. Vi belyser dette ved å dele husholdene i grupper etter alder på hovedinntektstaker, se figur 3. (Hovedinntektstaker er den i husholdet som har fått registrert høyest samlet inntekt av inntektstakerne.) Aldersgruppen over 65 år har hatt den prosentvis største økningen i bufferen, med en vekst på rundt 140 prosent. I aldersgruppen under 25 år har bufferen vært tilnærmet konstant.

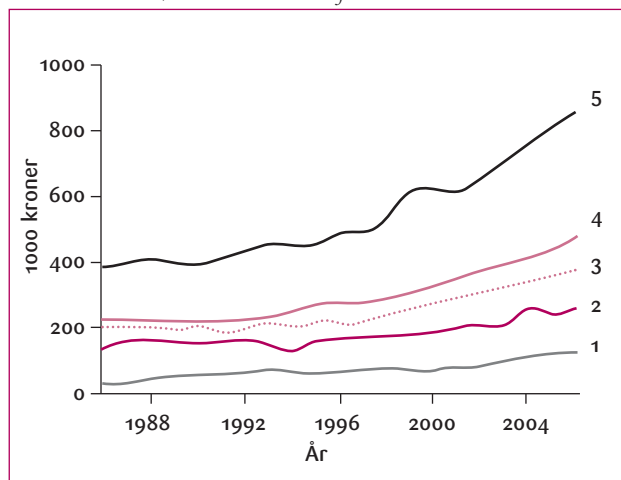
Bufferen varierer også med inntekten. Dette er vist i figur 4, hvor husholdene er delt inn i fem like store grupper etter økende inntekt etter skatt. Bufferen i inntektsgruppe 4 og 5 har økt med rundt 120 prosent. Imidlertid er økningen størst i gruppen med lavest inntekt. Bufferen er der firedoblet i løpet av perioden fra et lavt nivå. Husholdene i inntektsgruppe 2 og 3 har hatt den svakeste utviklingen, med en vekst i bufferen på rundt 85 prosent. Vi kan oppsummere med at alle grupper av hushold har bygd opp buffere under oppgangsperioden. Husholdene er blitt mer robuste, selv om forskjellene mellom ulike grupper er store.

Figur 3 Buffer etter aldersgrupper. Gjennomsnitt. 2006-kroner.



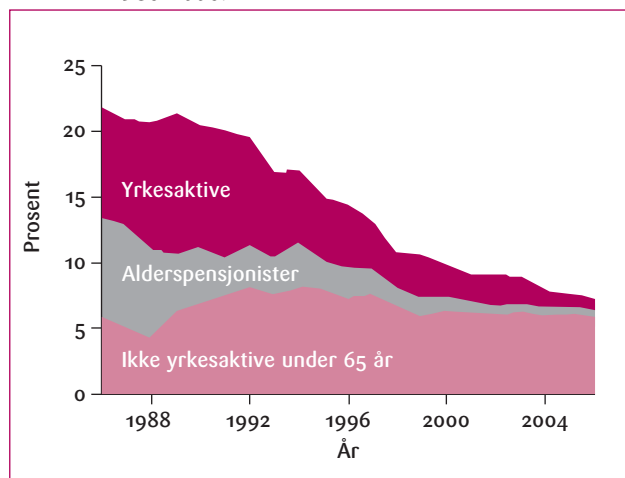
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

Figur 4 Buffer etter inntektsgrupper. Fem like store grupper etter økende inntekt. Gjennomsnitt. 2006-kroner.



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

Figur 5 Andel av hushold uten buffer etter yrkesdeltakelse. 1986-2006.



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

Andelen av hushold uten buffer har falt i analyseperioden, se figur 5. Under forrige finanskriser rundt 1990, var mer enn hvert femte hushold uten buffer. I 2006 var andelen sunket til 7,5 prosent.

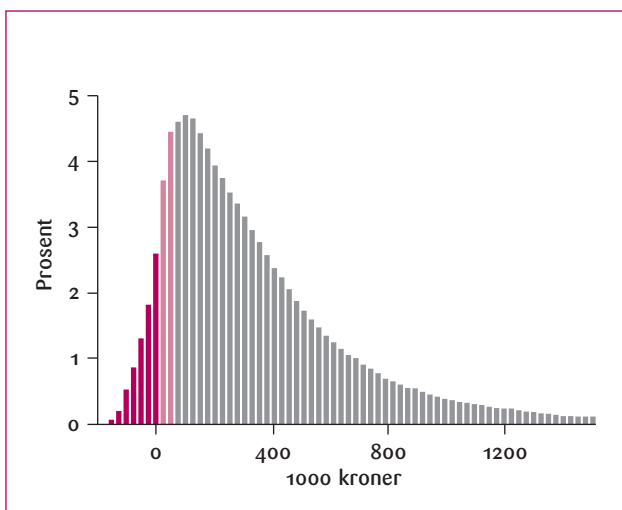
En stor andel av husholdene uten buffer hadde hovedinntektstaker under 65 år som stod utenfor yrkeslivet. (En person er utenfor yrkeslivet dersom inntekt av næringsvirksomhet og lønnsinntekt til sammen er mindre enn folketrygdens minsteytelse til alders- og uførepensjonister. Størparten av disse er trygdede.) I 1986 utgjorde hushold der hovedinntektstaker var utenfor yrkeslivet og under 65 år 10 prosent av alle hushold. Denne andelen har nesten doblet seg gjennom analyseperioden. Hushold i denne gruppen har i gjennomsnitt lite gjeld.

Boks 2. Husholdenes økonomiske situasjon i 1989 og 2006

Nøkkelvariable	1989	2006
Makro		
Bankenes utlånsrente, prosent	16,6	4,3
Prisstigning, prosentvis vekst fra året før	4,6	2,3
Skatt på finansinntekter, skattesats i prosent	40	28
Registrert ledighet, prosent av arbeidsstyrken	3,8	2,3
Mikro		
Inntektsvekst i prosent fra året før	-1,0	5,8
Gjeldsvekst i prosent fra året før	0,2	11,7
Forhold mellom renteutgifter og inntekt etter skatt, prosent	17	7
Forhold mellom gjeld og inntekt etter skatt, prosent	134	191
Andel av hushold uten buffer, prosent	21,7	7,5
Andel hushold utenfor arbeidslivet, prosent	37	40
Andel hushold som mottok dagpenger, prosent	15	8

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank

Figur 6 Fordeling av husholdene etter bufferstørrelse.



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

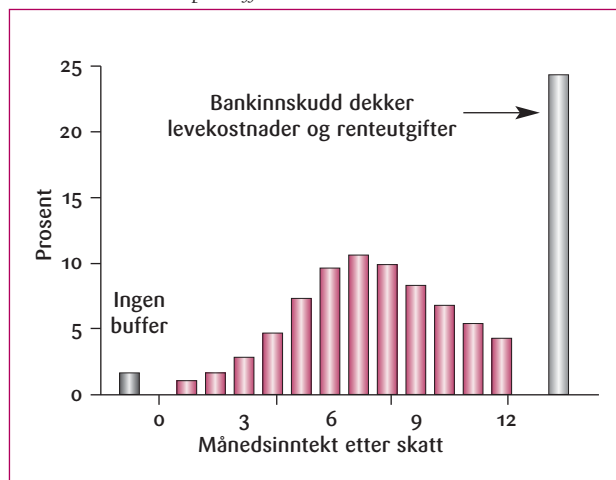
Hushold med lønnsinntekt og gjeld er mest utsatt for inntektssvikt og renteheving. Nedgangstidene tidlig på 1990-tallet var preget av svak reallønnsutvikling og høy ledighet kombinert med høyt rentenivå. Denne kombinasjonen er mindre sannsynlig nå når styringsrentene settes ut fra et inflasjonsmål. Lav kapasitetsutnyttning og svak økonomisk vekst gir ofte lavere kostnadsvekst og inflasjon og dermed lavere renter.

Er data fra 2006 relevante for situasjonen i husholdingene ved inngangen til nedgangstidene høsten 2008? Sammensetningen av husholdninger endrer seg lite i løpet av noen få år. I følge makro statistikk var utviklingen i husholdenes økonomi i 2007 i hovedsak den samme som året før. Inntektene økte i gjennomsnitt mer enn renteutgifter og normale levekostnader. Samlet sett tyder dette på at bufferene i gjennomsnitt var noe større høsten 2008 enn ved utgangen av 2007. Det vil si at utviklingen vist i figur 1 fortsatte fram mot krisen. Utlånsrentene økte med 1,5 prosentpoeng i perioden. Den økte utlånsrenten kan ha redusert bufferen i hushold med høy gjeld.

4 HVA PÅVIRKER HUSHOLDENES BUFFERE?

Det var store forskjeller i husholdenes buffere i 2006, se figur 6. Tre firedeler av husholdene hadde en buffer på over 100 000 kroner. Enkelte hushold var imidlertid i en vanskelig økonomisk situasjon, 7,5 prosent hadde ingen buffer. Like mange hadde en buffer på mindre enn 50 000 kroner.

Figur 7 Hushold med yrkesaktiv hovedinntektstaker fordelt etter størrelse på buffer, målt som månedsinntekter. 2006.

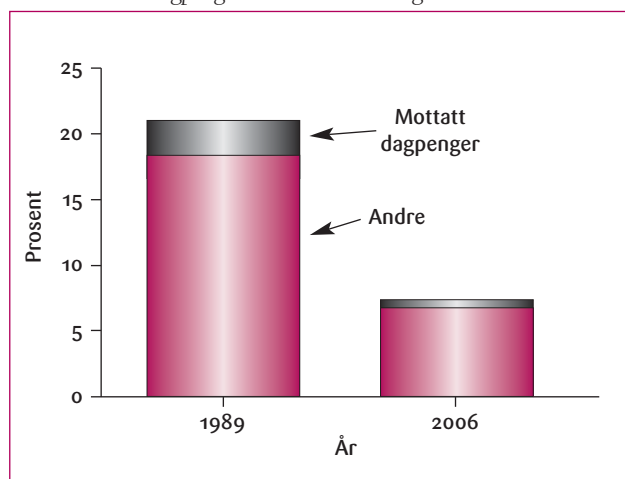


Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

Bortfall av inntekt er ofte nevnt som den viktigste risikofaktoren for husholdene. Dette vil i hovedsak ramme hushold hvor hovedinntektstaker er yrkesaktiv. I dette avsnittet ser vi nærmere på denne gruppen av hushold. Disse utgjør 60 prosent av alle husholdene. Hvor mange måneders inntekter kan disse husholdene miste og samtidig dekke ett års levekostnader og renteutgifter? Under 2 prosent av husholdene hadde negativ/ingen buffer i 2006, se figur 7. Hvert fjerde hushold hadde tilstrekkelige bankinnskudd til å dekke renter og rimelige levekostnader i ett år. For gjennomsnittet av hushold med positiv buffer ville inntekt i en måned i tillegg til bankinnskudd være nok til å dekke renteutgifter og levekostnader. Hvis alle husholdene i fig 7 mistet én månedsinntekt ville bare ytterligere en prosent, eller 12 700 hushold få negativ buffer. Det ser derfor ut som om denne gruppen av hushold er godt rustet for å møte nedgangstider i form av reduserte inntekter. De første undersøkelsene av betalingsproblemer i husholdene, Poppe (2008) støtter også konklusjonen her om at husholdene ser ut til å ha buffere til å møte nedgangstider.

Effekten av å bli helt eller delvis arbeidsløs kan belyses ved å se på gruppen av hushold som har mottatt dagpenger, se figur 8. For å kvalifisere til dagpenger må en person ha mistet inntektsgivende arbeid, se NAV (2008). Det var 7,6 prosent av husholdene med yrkesaktiv hovedinntektstaker som mottok dagpenger i 2006. Av disse hadde 95 prosent en positiv buffer. En forklaring på at ikke flere hushold rammet av ledighet mister bufferen, kan være at

Figur 8 Andel hushold uten buffer fordelt etter om de har mottatt dagpenger eller ikke. 1989 og 2006.

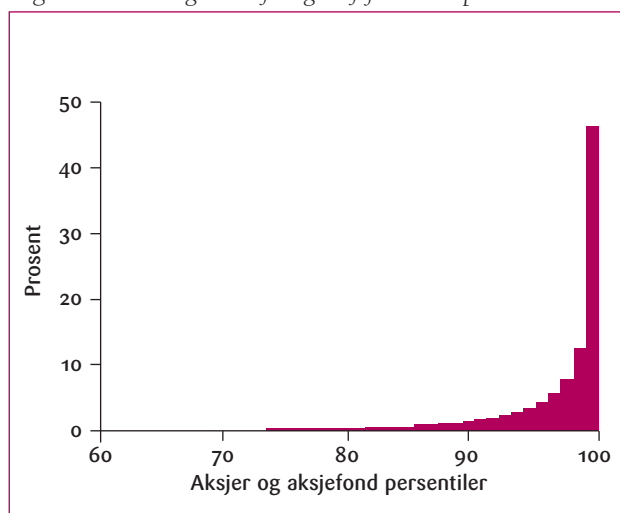


Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

ledigheten i gjennomsnitt er av begrenset varighet, og at de økonomiske støtteordningene ved arbeidsløshet er gode. I henhold til statistikk fra NAV (2008) var varigheten av ledigheten mindre enn 12 uker for 56 prosent av de ledige. I 1989 var denne andelen 51 prosent.

Finanskrisen har ført til kraftige fall på børsen. Beholdningen av aksjer og aksjefond er imidlertid svært skjevt fordelt mellom husholdene. Over 40 prosent av husholdene i 2006 hadde ingen aksjer. Den ene prosenten av husholdene med mest aksjer og aksjefond hadde 47 prosent av de samlede aksjeverdiene til alle hushold, se

Figur 9 Fordeling av aksjer og aksjefond etter persentiler.

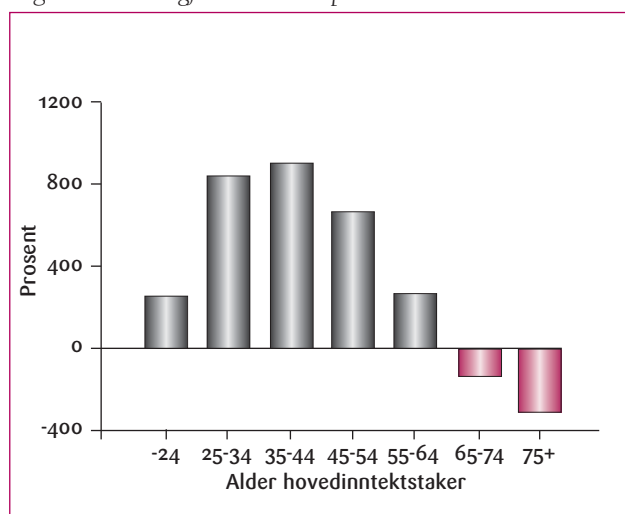


Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

figur 9. Børsfallet synes derfor å påvirke bare et fåtall av husholdene direkte.

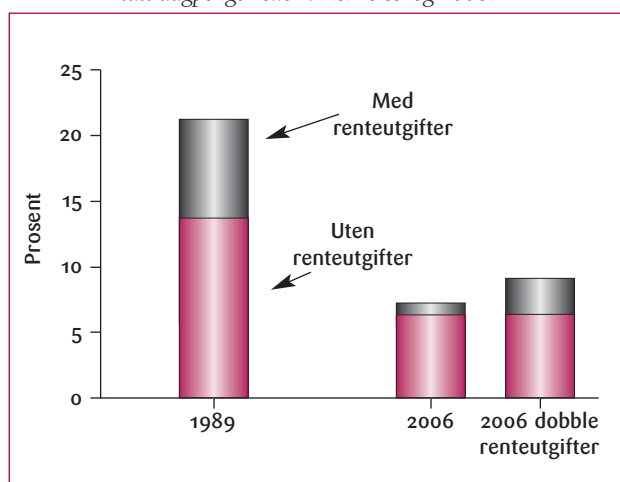
Utlånsrentene har fått stor oppmerksomhet under finanskrisen. Hvilken betydning har egentlig renteutgiftene på husholdenes buffere? Det er stor variasjon i husholdenes gjeldstilpasning. I gjennomsnitt hadde husholdene en gjeld på 700 000 kroner i 2006. Om lag 30 prosent av husholdene har en gjeld på under 50 000 kroner. Mange hushold, spesielt blant de med eldre hovedinntektstakere, har større bankinnskudd enn gjeld, se figur 10. I gjennomsnitt har husholdene en netto gjeld på 445 000 kroner. Effekten av

Figur 10 Netto gjeld etter alder på hovedinntektstaker. 2006.



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

Figur 11 Andel hushold uten buffer fordelt etter om de har mottatt dagpenger eller ikke. 1989 og 2006.



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

ulike rentenivåer er imidlertid ikke så stor som en kanskje skulle tro. I 2006 var utlånsrentene til husholdene fra bankene 4,3 prosent, og 7,5 prosent av husholdene var uten buffere. Hvis vi ser bort fra renteutgifter i beregningen av bufferne, ville andelen av hushold uten buffer reduseres til 6,7 prosent, se figur 11. Renteutgiftene var således den direkte årsaken til negative buffere i bare 0,8 prosent av husholdene. Hvis vi doubler renteutgiftene i alle husholdene, ville andelen av hushold uten buffer øke til 9,5 prosent. I 1989 var renteutgifter utslagsgivende for hele 40 prosent av husholdene uten buffer.

Hushold med yrkesaktive hovedinntektstakere hadde 85 prosent av den samlede gjelden i 2006. Denne gruppen hadde samlet sett gode buffere mot rentehevinger. Hushold med hovedinntektstaker under 65 år utenfor arbeidsmarkedet, som er gruppen med den svakeste økonomien, hadde kun 9 prosent av den samlede gjelden.

4 HVOR MYE KAN RENTENE ØKE ELLER INNTEKTEN FALLE FØR VI FÅR EN KRISE?

I dette avsnittet stiller vi spørsmålet: Hvor mye må rentene øke eller inntekten falle før vi ser problemer i husholdene på nivå med det vi så i kriseårene 1988-1992?

Sensitivitetsanalyser hvor vi varierer bankrenten og inntektsveksten, kan belyse dette spørsmålet. Vi antar at renten og inntektsveksten er lik i alle hushold. Rente-

endringen påvirker renteinntekter og renteutgifter på samme måte. Likeså varierer vi inntekt etter skatt, og holder alt annet fast. Vi beregner bufferne i enkelthusholdene under den nye renten og inntekten. Vi beregner også hvor mye renten må reduseres for å motvirke et inntektsfall på tre prosent.

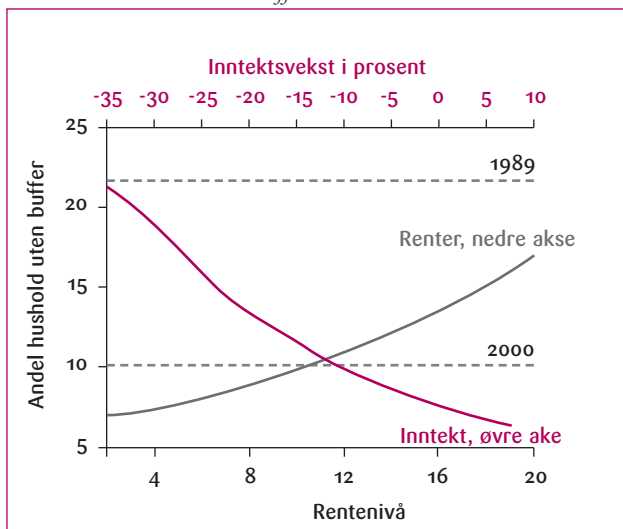
Problemene i husholdene måles ved tre indikatorer:

1. Andel hushold uten buffer
2. Husholdenes samlede positive buffere
3. Andel av gjeld i hushold uten buffere

Vi sammenligner med nivåene i kriseåret 1998 og «normalåret» 2000.

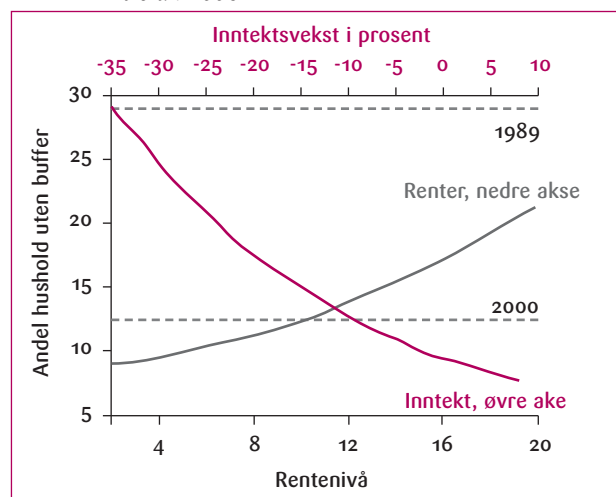
Vi ser først på effekten av inntektsendringer og renteendringer på andel hushold uten buffer. Utlånsrenten var i 2006 4,3 prosent. En høyere rente vil ha marginale effekter på andelen av hushold uten buffer i 2006, se figur 12. Årsaken til dette er at husholdene med de laveste bufferne i gjennomsnitt har lite gjeld. En utlånsrente på 11 prosent ville brakt oss tilbake til nivået i 2000. Selv med en rente på 20 prosent vil vi ikke nå nivåene fra kriseårene rundt 1990. Det skal også kraftige inntektsfall til for at andelen av hushold uten buffer skal øke vesentlig. Et fall på 12 prosent gir en andelen av hushold uten buffer på 2000-nivå. Ved et fall på 35 prosent nærmer vi oss nivået for kriseårene. Hvis inntekten faller med tre prosent, må utlånsrenten reduseres til 1,5 prosent for at andelen hushold uten buffer skal holde seg på samme nivå.

Figur 12 Effekt av rentenivå og inntektsutvikling på andel hushold uten buffer. 2006.



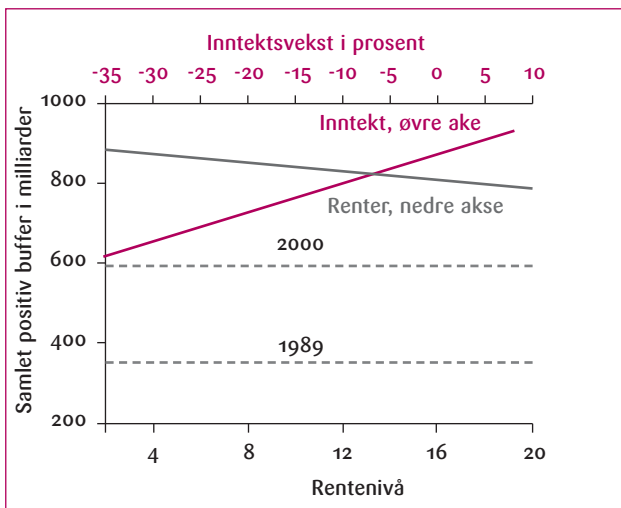
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

Figur 13 Effekt av rentenivå og inntektsutvikling på andel hushold uten buffer når bankinnskudd fordeles over tre år. 2006



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

Figur 14 Effekt av rentenivå og inntektsutvikling på samlet buffer. 2006.



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

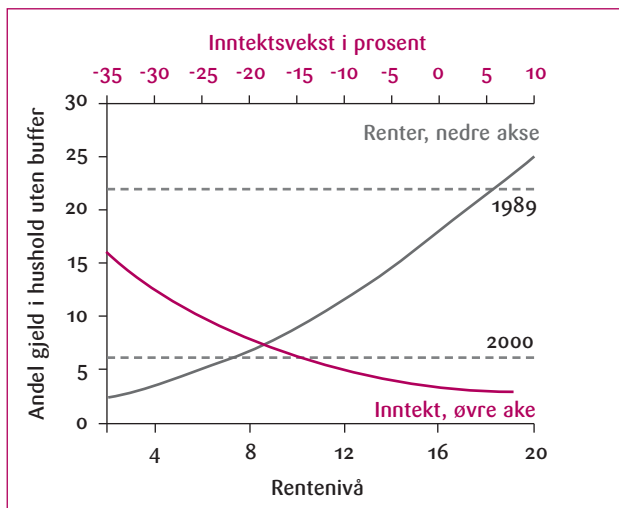
Bufferen inkluderer hele bankinnskuddet. Bufferen er så langt betraktet som buffer mot ett års økonomisk nedgang. Hva hvis nedgangstiden varer lenger? Hvis vi antar at bankinnskuddet fordeles over tre år, vil andelen av hushold uten buffer i 2006 øke fra 7,5 prosent til 9,5 prosent. Bildet for sårbarheten for endringer i rentenivå og inntekt vil imidlertid være det samme, se figur 13.

Vi ser videre på risikoen for et fall i husholdenes samlede etterspørsel av varer og tjenester gjennom husholdenes samlede buffere. Hvis inntektene faller med 35 prosent, faller de samlede bufferne ned mot 2000-nivå, se figur 14. Ved en renteøkning til 10 prosent, faller de samlede bufferne fra 871 til 835 milliarder et fall på 4,4 prosent. Dette nivået på samlet buffer er langt over nivået i 2000, men et slikt fall i etterspørselen kan likevel være dramatisk. Det normale er en vekst i husholdenes etterspørsel. Etterspørselen etter varer og tjenester vil dessuten påvirkes av spareren. Denne steg kraftig under kriseårene, og en økt sparerate vil forsterke effekten av bufferfallet.

Hvis inntekten faller med tre prosent, må utlånsrenten fra bankene reduseres til 1,75 prosent for å kompensere fallet i den samlede bufferen.

Renten vil selvsagt ha størst effekt for hushold med høy gjeld, og noen av disse vil ved renteøkning komme i kategorien uten buffer. Vi ser nå på hvordan renter og inntekt påvirker andelen av gjeld i hushold uten buffer. Hvis renten

Figur 15 Effekt av rentenivå og inntektsutvikling på andel av gjeld i hushold uten buffer. 2006.



Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

øker til 8 prosent, ville andelen av gjelden i hushold uten buffer øke til nivået i 2000, se figur 15. Renten må øke til 18 prosent for at vi skal nærme oss nivåene fra krisen. Vi må tilsvarende ha et fall i inntekten på 15 prosent for at vi skal nå 2000-nivået. Det er derfor lite trolig at vi vil se vesentlige tap i bankene fra lån til husholdene. Hvis inntekten faller med tre prosent, må renten reduseres til 3,5 prosent for at andel gjeld i hushold uten buffer ikke skal øke.

Samlet sett tyder sensitivitetsanalysene på at det skal store økonomiske forstyrrelser til før vi ser problemer på nivå med 2000 og 1989. Vi har samlet resultatene i tabell 1. Opplevelsen av nedgangstider vil imidlertid være avhengig av utgangsnivået. På tross av store bufferne i 2006 kan et fall til 2000-nivå virke dramatisk, selv om det knapt nok kan kalles krise i et historisk perspektiv.

5 OPPSUMMERING

Med utgangspunkt i data på husholdsnivå fra 1986 til 2006 kan vi belyse sårbarheten i husholdene for endring i inntekt og renter. Vi bruker buffer definert som inntekt og renter, fratrukket skatt, levekostnader og renteutgifter, som et mål på husholdenes sårbarhet. Vi bruker de samlede positive buffere som mål på husholdenes kjøpekraft.

Samlet sett hadde husholdene i 2006 gode buffere mot økonomiske nedgangstider. Bufferne var store, og andelen

Tabell 1 Sammenstilling av resultater fra sensitivitetsanalysene.

	1989	2000	2006	2006 10 % rent	2006 med 4 % rente og 2 % inntektsfall
Andel hushold uten buffer. Prosent	21,7	10,1	7,5	9,7	7,9
Totale positive buffere. Milliarder	237	531	872	835	856
Andel av gjeld i hushold uten buffer	22,13	6,1	3,5	9,0	3,8

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Statens institutt for forbruksforskning og Norges Bank.

av hushold uten buffer var lav sammenliknet med tidligere år.

Noen hushold var uten buffer. Hushold med hovedinntektstaker under 65 år utenfor yrkeslivet dominerer denne gruppen. Denne gruppen har liten gjeld. Problemene i denne gruppen påvirkes i liten grad av utviklingen i lønnsinntekt og bankenes renter.

Lav inntekt er den viktigste årsaken til lav buffer. Renteutgiftene er mindre utslagsgivende.

Hushold med lønnsinntekter og gjeld er sårbare for endringer i arbeidsmarkedet og bankrentene. Disse husholdene har imidlertid gode buffere.

Sensitivitetsanalyser viser at det skal store økonomiske forstyrrelser til – i form av inntektsnedgang og økte renter – for at vi skal se problemer på nivå med det vi hadde i kriseårene 1988–1992.

REFERANSER:

NAV (2008): «Job og arbeidsliv», <http://www.nav.no/>

Norges Bank (2008): «Finansiell Stabilitet» 2/2008.

Poppe, C. (2008): «Husholdningenes tidlige reaksjoner på finanskrisen», Prosjektnotat nr. 4-2008, Statens institutt for forbruksforskning.

Johansson, M. W. and M. Persson (2006): «Swedish households' indebtedness and ability to pay – a household level study», Economic Review 2/06, Sveriges Riksbank.

Riiser, M. D. og B. H. Vatne (2006): «Utviklingen i husholdningenes gjeld. En analyse av mikrodata for perioden 1986–2003», Penger og Kreditt 1/2006, Norges Bank.

Statistisk Sentralbyrå (2008): «Inntektsstatistikk for husholdninger», <http://www.ssb.no/>

Statens institutt for forbruksforskning (2008): «Standardbudsjett», <http://www.sifo.no/>

Vatne, B. H. (2006): «Hvor store økonomiske marginer har husholdningene? En analyse på mikrodata for perioden 1987–2004», Penger og Kreditt 3/2006, Norges Bank.

Vatne, B. H. (2008): «Hvem tar opp lån – til hva, og har de råd? En analyse av gjeldsutviklingen i norske enkelthushold i 2006» Penger og Kreditt 2/2008, Norges Bank.

HANS-MARTIN STRAUME
Høgskolelektor, Handelshøyskolen BI

ERLING VÅRDAL
Professor, Institutt for økonomi UiB



Finanskrisens innvirkning på valutamarkedene*

Høsten 2008 var preget av valutauro ikke bare i Norge, men også i land som USA og Japan. Vi viser at høstens valutauro har vært den kraftigste i vår måleperiode 1975-2008, og fortjener kjennemerket global. Det har vært en tendens til at større land har opplevd valutastyrking, mens mindre lands valuta har blitt svekket. Høstens (september-desember) valutabevegelser kan delvis forklares ved tredjekvartalsvekst i eksport- og produksjonsinntekter, og vi tolker dette som at en del av valutakursbevegelsene har vært drevet av handelsbalansefaktorer. Men slike faktorer forklarer langt fra alt. Vi sannsynliggjør at porteføljebevegelser mellom land har betydd mye. Artikkelen avsluttes med noen enkle kjøpekraftsparitetsberegninger, og vi argumenterer for at kronekursen på dollar og euro nokså raskt vil vende tilbake til nivåene før uroen startet.

1 INNLEDNING

Høsten 2008 var preget av markante, nærmest dramatiske valutakursbevegelser. Den amerikanske dollar, som den 16. april 2008 ble notert til et lavmål mot norske kroner på 4,96, styrket seg kraftig i løpet av høsten og nådde en topp på 7,21 kroner den 5. desember. For euroen så en et lignende trekk. 19. mai 2008 ble den ifølge Norges Bank notert til 7,79 kroner, for så å styrke seg til 9,94 kroner

den 29. desember. Bare i løpet av en liten uke i slutten av oktober steg eurokursen med mer enn 50 øre.

Som vi skal vise i nedenstående Avsnitt 3, opplevde Norge i løpet av tre høstmåneder den største endring i kronekursen i løpet av vår måleperiode 1975-2008. Og Norge er ikke det eneste landet som ble utsatt. I Avsnitt 3 viser vi toppnotering for mange land. En kan følgelig feste merke-

* Vi vil takke en anonym referee for gode forslag til en tidligere versjon av denne artikkelen. Vi har hatt stor nytte av å snakke med Tore Halvorsen i SSB vedrørende kapitalbevegelser, og Arild Aakvik, UiB, vedrørende økonomiske spørsmål.

lappen global på høstens valutauro. Det er heller ikke tvil om at høstens krise kom som en følge av finanskrisen som utviklet seg omtrent parallelt.

En grunn til at høstens valutakursbevegelser ble opplevd som overraskende her i landet er at eurokursen, den viktigste valutakursen for Norge, har vært svært stabil de siste 4-5 årene. Det er mange grunner for dette. De land som ligger oss nærmest har ført en lik pengepolitikk og har like pengepolitiske regimer som det vi har. Men det har nok festet seg det inntrykket også at Norges Banks inflasjonsstyringspolitikk har vært med på å stabilisere forventninger, også valutakursforventninger. Dette synet har fått seg et skudd for baugen.

At den dype finanskrisen med derpåfølgende tilbakeslag i verdensøkonomien ga valutakursutslag er neppe overraskende. Og at det ved sjokk i økonomien skjer overreaksjon i finansmarkeder, også valutamarkedet, finnes det tallrike eksempler på. Det er således forståelige grunner for valutakursendringer. Men når de er så dramatiske må det mer av forklaring til. I Avsnitt 4 gir vi støtte til det synet at det i kjølvannet av finanskrisen skjedde en omplussing av porteføljainvesteringer fra mindre land som Norge til større land som USA. At det ble «trangt i døren» når utenlandske investorer trakk seg ut fra norske finansmarkeder, bidrar derfor til å forklare de største utslagene i valutakursen.

Høstens valutakursutslag var midlertidige. Toppen synes å være passert og valutakursene viser nå en nedadgående trend. Et spørsmål vi skal stille er hvilket nivå valutakursene ender opp i. Dette er tema i Avsnittene 5-6, hvor tilbakevendingskursen blir estimert ved enkle kjøpekraftsparitetsberegninger.

2 DEN OVERRASKENDE KRONESVEKKELSEN HØSTEN 2008

Euro og dollar er de viktigste valutaene for Norge, og får mest oppmerksomhet. Den heltrukne linjen i nedenstående Figur 1a)-b), gir utviklingen i kronkursen for de to valutaene fra april 2007, og frem til i dag. Eurokursen viser et stabilt forløp frem til og med august 2008, mens

den deretter stiger betydelig. Dollarkursen på den annen side viser en stabil nedadgående trend frem til august 2008 for deretter å stige kraftig.

De stiplede kurvene viser gjennomsnittet av tremånedersprognoser som er samlet inn fra tre norske forretningsbanker.¹ Prognosen som for eksempel ble avgitt i januar 2007 er ført inn i diagrammet i april 2007. Vi ser at bankene prognostiserte dollarkursen for april 2007 med full nøyaktighet, mens den for euroen ble en tanke underprognostisert. Figurene tydeliggjør at valutakursutviklingen høsten 2008 kom overraskende på de profesjonelle aktørene i markedet. De var langt fra å spå utviklingen, og de klarer heller ikke å spå varigheten av svekkelsen. Se for eksempel på november-2008-prognosen, markert som punkt 1 i Figur 1a). Prognosen ble avgitt i august 2008, illustrert ved den prikkete rett-trukne linjen til venstre for punkt 1. Ifølge prognosen skulle valutakursen holde seg uendret fra august til november. I ettertid er det klart at bankene her, ikke overraskende, bommet stygt. Går en nå en måned frem i tid til september, har kronesvekkelsen startet. Dette blir nå reflektert i prognosen for desember, markert i figuren ved punkt 2, men ikke med full tyngde. Riktignok viser prognosen for desember en økning i forhold til novemberprognosen. Men denne økningen er mindre enn den faktiske kursøkningen fra august til september. Prognosen for desember er altså at eurokursen vil gå ned i forhold til dagens kurs (september). I ettertid ser vi igjen en stygg bom. Disse trekkene går også igjen om vi går to måneder videre frem i tid til februar 2009, markert som punkt 3. I Figur 1b) har vi gjort de samme markeringene for de samme periodene som for euroen i Figur 1a). Og konklusjonene for dollarprognosene blir identisk med de for euroen.

Ovenstående drøfting viser at bankenes valutakursprognoser for høsten 2008 lå to-tre måneder i ettertid av den faktiske utviklingen, slik at hverken styrke eller timing av den faktiske utviklingen stemte.²

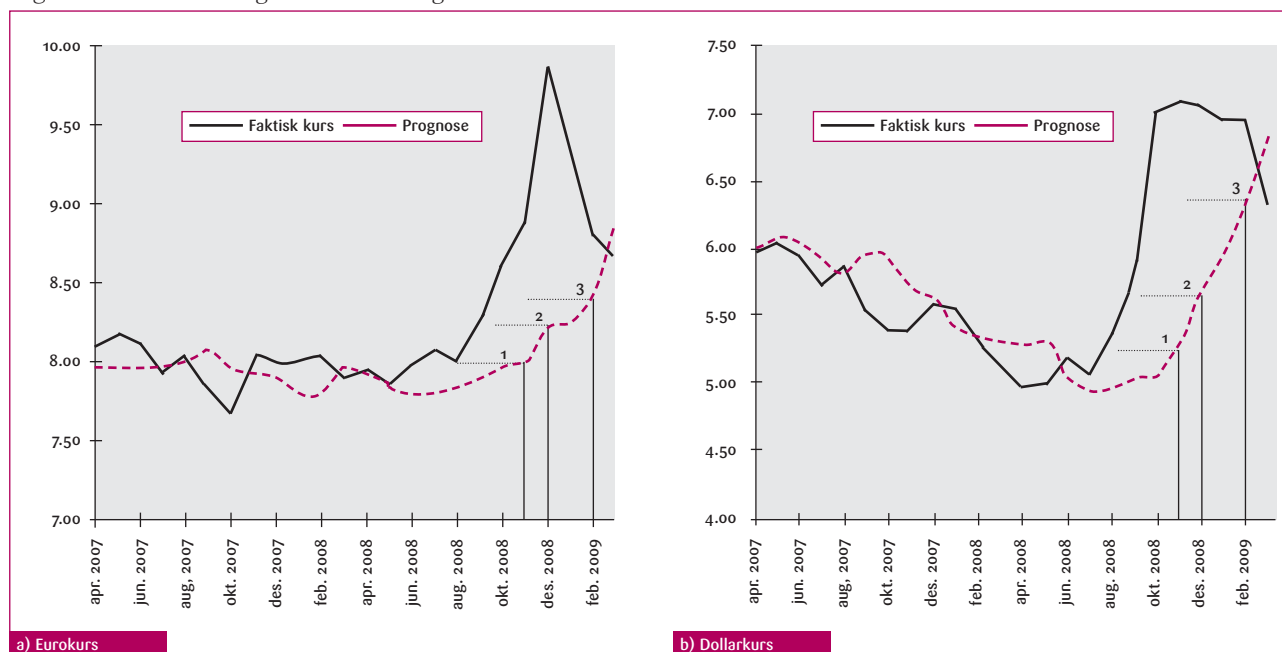
3 DET GLOBALE TREKKET

Norge er langt fra det eneste landet som har opplevd en sterk endring i valutakursen. For å undersøke det globale bildet har vi beregnet prosentvis endring i nominell

¹ Prognosene er samlet inn fra DnB-NOR, Handelsbanken og Fokus Bank. Prognosene er samlet inn hver måned, og er i figurene fremstilt som gjennomsnitt av prognosene for de tre bankene. Bankenes tremånedersprognoser ender på ulike datoer innenfor de enkelte måneder. Faktisk valutakurs er samordnet i tråd med dette. Det skal også nevnes at de ulike bankene gir noe forskjellig prognose, men forskjellene er små.

² Trekkene ved valutakursprognosene i Figur 1 stemmer godt overens med det Landberg og Tellesbø (2005) fant. De undersøkte spesielt bankenes valutakursprognoser i 2002, et år kjennetegnet av betydelig kronestyrking.

Figur 1 Valutakursbevegelse NOK/euro og NOK/USD.



Kilde: Norges Banks valutakursstatistikk og Forthun (2009)

effektiv valutakurs i høstmånedene fra september til desember 2008 for OECD-land, til sammen 27 land.³ I Tabell 1 har vi ført inn resultatene for et utvalg av land. Det komplette resultatet fra undersøkelsen finnes i Vedlegget.

Fra Tabell 1 går det frem at noen av de største verdensøkonomiene har opplevd en til dels betydelig valutastyrking. Det har altså vært et trekk at store veldiversifiserte økonomier har opplevd en styrking av valutaen, mens mindre spesialiserte økonomier har opplevd valutastyrking. Dette trekket har vi utdypet i Figur 2. Vi har her ført

inn alle OECD-land⁴. Størrelsen på land har vi representert ved folketall langs den horisontale aksene, mens vi har avsatt prosentvis appresieringsrate for perioden september-desember 2008 langs den vertikale aksene. Vi ser at det er en viss sammenheng mellom disse størrelsene. Den rette linjen i figuren er tatt fra en regresjon mellom variablene. Forklaringsgraden i denne regresjonen, målt ved R^2 , er 0,33.⁵

Vi har videre beregnet 4 måneders endringsrater for alle land for hele perioden fra 1975 frem til slutten av 2008. Siden vi har månedsdata, blir det 404 endringsrater for

Tabell 1 Prosentvis endring i nominell effektiv valutakurs for utvalgte land september – desember 2008. Basert på månedsgjennomsnitt.

APPRESIERENDE LAND:		DEPRESIERENDE LAND:	
Japan	16,6	Island	18,5
USA	8,8	Australia	16,7
Polen	7,5	Ungarn	14,7
Euro-området	0,3	Norge	13,1

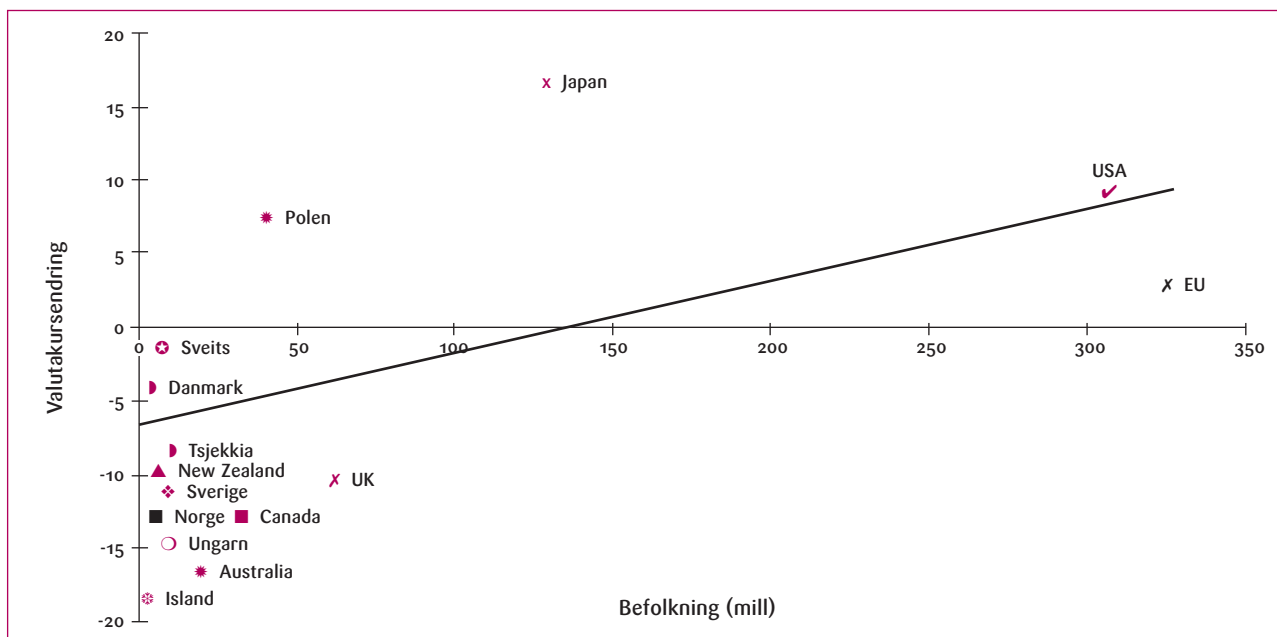
Kilde: International Financial Statistics. Online-database fra International Monetary Fund.

³ Vi har med alle OECD-land, bortsett fra Korea, Mexico og Tyrkia. Disse er holdt utenom på grunn av mangel på data.

⁴ Euroland er samlet i en enhet. I figuren er disse betegnet som EU.

⁵ Det kan synes som at de store landene USA, EU og Japan frembringer denne korrelasjonen. Men selv om vi fjerner disse landene blir korrelasjonen omtrent den samme.

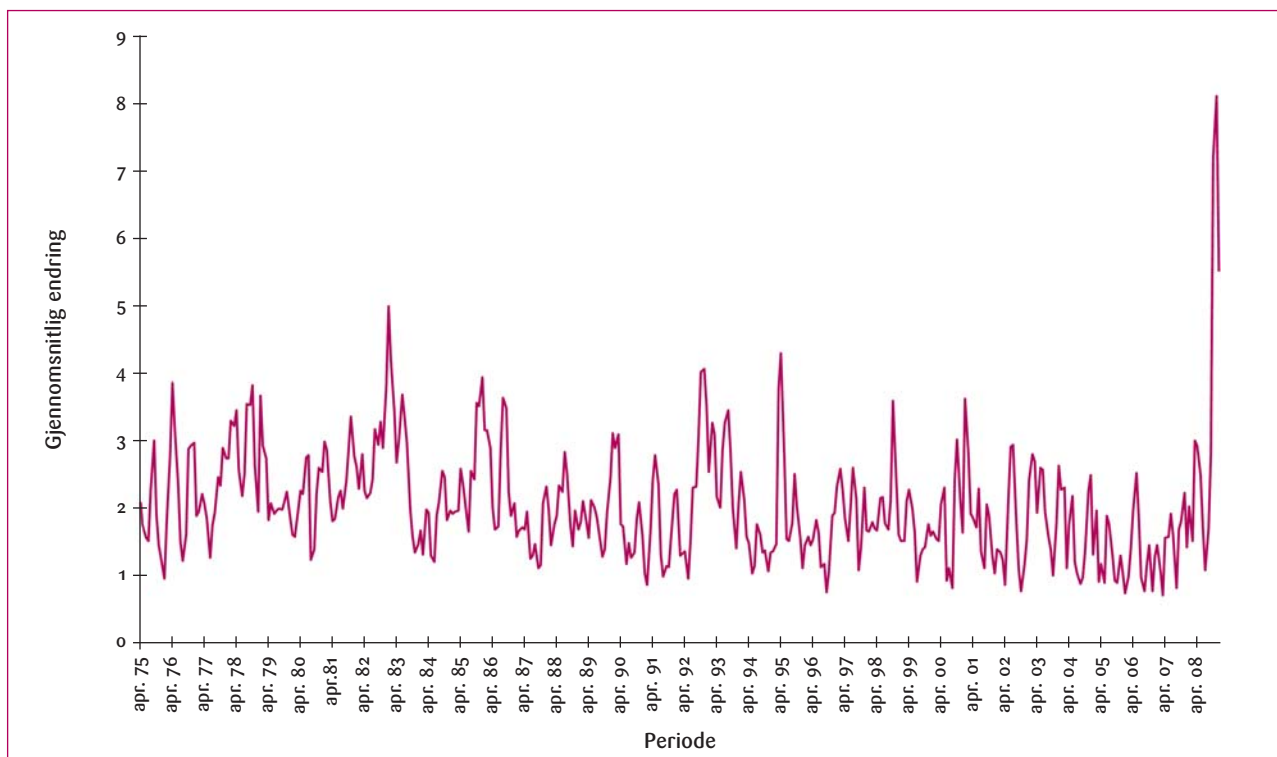
Figur 2 Sammenhengen mellom appresieringsrate (prosent) sept.-des. 2008 og folketall for OECD-land.



hvert land. I Vedlegget har vi ført inn den høyeste og nest høyeste vekstraten for hvert av landene. Det fremgår av Vedlegget at september-desember-2008-endringsratene for norske kroner og kanadiske dollar er de største som er

registrert i hele undersøkelsesperioden 1975-2008. Også endringsratene for amerikanske og australske dollar samt yen er svært høye. Dette tyder på at valutauroen denne høsten har hatt et globalt trekk. For å undersøke dette

Figur 3 Indikator for valutauro. April 1975- Desember 2008.



Kilde: International Financial Statistics. Online-database fra International Monetary Fund.

nærmere har vi lagt sammen absoluttverdien til de prosentvise 4-månedersendringene for de ulike land, og regnet ut et gjennomsnitt. Figur 3 følger utviklingen over tid. Indikatoren som er fremstilt tolker vi som valutauro. Vi ser at gjennomsnittlig prosentvis endring i valutakursene for august-november 2008 var på over 8 prosent!

Høsten 2008 skiller seg ut som en klar nummer 1 i den undersøkte perioden. Det er langt ned til nummer 2, som dekker årene 1982-1983. Dette er perioden i kjølvannet av OPEC II, der en rekke europeiske land foretok devalueringer, blant annet Norge og Sverige. Vi ser også at uroperioden rundt 1992 slår tydelig ut i diagrammet.

Diagrammet viser at valutauro har vært et permanent trekk i tiden etter Bretton-Woods-sammenbruddet tidlig på syttitallet. Men spesielt understreker diagrammet styrken i høstens uro.

4 GRUNNER FOR SVEKKELSEN

Vi har pekt på at høstens kraftige valutakursbevegelser til en viss grad er knyttet til landstørrelse. Store land har opplevd valutastyrking, mens små land har vært utsatt for svekkelse. En grunn kan være at små økonomier gjerne er mer spesialiserte, som for Norge i råvarer og New Zealand i landbruksprodukter. Disse landene har opplevd at eksportprisene har sunket betydelig siden sist sommer, og har følgelig opplevd en nedgang i eksportinntektene. Vi forfølger dette sporet ved å se nærmere på hvor mye utvikling i eksportinntekter kan forklare høstens valutakursutvikling. Et fall i eksportinntektene ventes da å slå ut i en valutasvekkelse. Videre er det også grunn til å tro at utvikling i BNP kan ha hatt betydning. Når det gjelder BNP-vekst er effekten usikker. En BNP-vekst slår ventelig ut i en importvekst, noe som bidrar til en svekkelse av hjemvalutaen. På den annen side kan en BNP-vekst gi en renteøkning, noe som gir motsatte virkning på valutaen.

Vi har estimert følgende sammenheng:

$$(1) \quad \hat{E}_i = \alpha + \beta \hat{X}_i + \delta \hat{Y}_i + \gamma B_i + \varphi D_i + \varepsilon_i$$

α , β , δ , γ , og φ er regresjonskoeffisienter, mens ε er et stokastisk restledd. Indeksen i står for land, dvs. de 15 landene i Figur 2. Appresieringsraten, $\hat{E}$, er prosentvis

endring over de siste fire månedene i 2008, og er målt som forklart i tilknytning til Tabell 1. $\hat{X}$ er tredjekvartalsveksten (2008) i nominell eksport, mens $\hat{Y}$ er tredjekvartalsveksten (2008) i nominelt nasjonalprodukt.⁶ Vi inkluderer videre befolkningens størrelse, B , som vi tidligere har vist å slå positivt ut på appresieringsratens størrelse. Videre skiller vi ut de fattigste av OECD-landene, dvs. de øst-europeiske landene som ikke har innført euro, via dummy-variabelen D .

Tabell 2 Faktorer som forklarer appresieringsraten for OECD-land.

Variable			Regresjons Koeffisient	p-verdi	R ²
Eksportvekst	X	+	2,43	0,085	0,552
BNP-vekst	Y	?	-2,00	0,063	
Befolkning	B	+	0,046	0,03	
Dummy Øst/Vest	D	+	16,34	0,037	

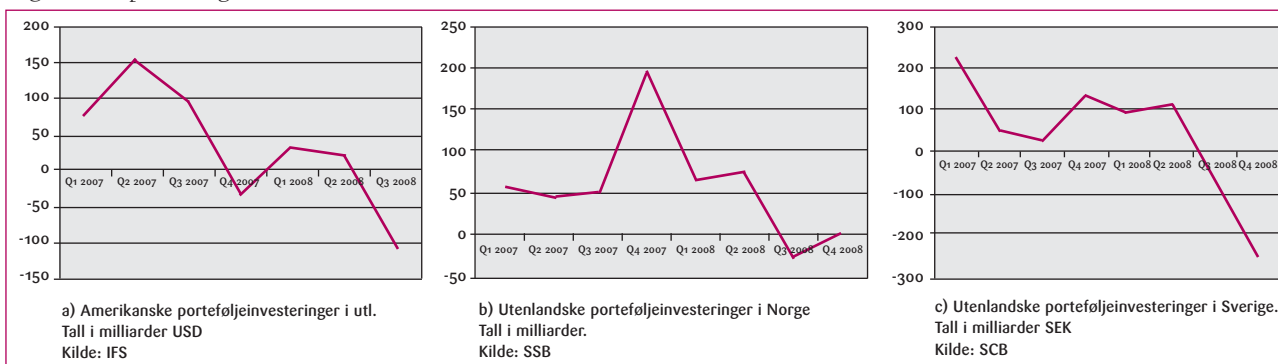
Vi har estimert (1) ved hjelp av minste kvadraters metode. Resultatene som er ført inn i Tabell 2 viser brukbar forklaringskraft. Alle variablene er signifikant på 10 % nivå, og inngår med riktig fortegn. BNP-veksten inngår negativt i regresjonen, dvs. virkningen på valutakursen er handels- og ikke rentedrevet. Legg også merke til at dummy-variabelen slår ut signifikant.

Variablene i Tabell 2 forklarer mer enn 50 % av valutakursbevegelsene under høstens uroperiode. Men for å gi en fullgod forklaring må andre momenter bringes inn. Et forhold som flere ganger er blitt nevnt er at som følge av den internasjonale finansuroen har aktører, spesielt amerikanske, trukket hjem kapital. Eksistensen av såkalt «home-bias» er mange ganger påvist i finanslitteraturen. Og at tendensen til «home-bias» styrkes i uroperioder synes rimelig. Nå er kapitalbevegelser notorisk vanskelig å måle, men en naturlig kilde å oppsøke er finansregnskapsdelen av utenriksregnskapet. Hvis amerikanere trekker seg ut fra utenlandske finansmarkeder, skal dette kunne lese ut av det amerikanske utenriksregnskapet under posten amerikanske porteføljainvesteringer i utlandet, som da skal bli negativ.

Ifølge Figur 4a) er det akkurat dette som skjer i 3. kvartal 2008 (tall for 4. kvartal er ennå ikke kommet). Dette

⁶ Kilden for disse tallseriene er IFS.

Figur 4 Kapitalbevegelser.



bidrar til å styrke dollaren. Vi skal også kunne lese dette ut fra utenriksregnskapene i de landene som investorer trekker seg ut fra, noe vi har undersøkt for Norge og Sverige. Figur 4b)-c) viser at utenlandske porteføljeinvesteringer i Norge og Sverige har gått fra positive til negative, dvs. vi har registrert tilbaketrekking. Dette bidrar til å svekke norske og svenske kroner.⁷

Det er viktig å være oppmerksom på at postene som føres i finansregnskapet er relativt «grove». Som er gjort rede for av Halvorsen et al. (2005) er dataene for transaksjonene i finansregnskapet i stor grad beregnet indirekte ut fra regnskapsbaserte balanseposter i banker og ikke-finansielle foretak. Dessuten er det mange transaksjoner som ikke blir fanget opp. Disse problemene kommer frem i posten statistiske avvik. Størrelsen på denne posten er tidvis betydelig. Dette er forhold en bør ha i mente når en leser diagrammene i Figur 4.

5 LIKEVEKTSKURSER À-LA CASSEL

Som nevnt lå den norske eurokursen stabilt rundt åtte kroner fra 2004 frem til i fjor sommer. Høstens eurokurs sjokk er det mye som tyder på vil være midlertidig. Fra Figur 1a), ser vi at eurokursen allerede har sunket betydelig siden toppnoteringen i desember 2008. I det følgende vil vi forsøke å anslå leiet den vil stabilisere seg på, dvs. den valutakurs som gir likevekt.⁸ Vi gjør det enkelt ved å

følge kjøpekraftsparitetsteorien slik den ble fremlagt av Cassel.⁹ Måten vi gjør det på er røff, og må følgelig tas med en viss «klype salt».

Ta utgangspunkt i den reelle valutakursen mellom to land. Norge har priser P , prisene i utlandet betegnes som P^* , mens vi lar E være valutakursen. Prisene, P og P^* , er målt ved prisindekser. Reell valutakurs mellom landene er:

$$(2) \quad R = \frac{EP^*}{P}.$$

Hvis relativ kjøpekraftsparitet holder, betyr det at den reelle valutakursen er konstant. Hypotesen er at relativ kjøpekraftsparitet holder på lang sikt. Reell valutakurs vil svinge til dels betydelig på kort sikt, men den vil svinge rundt et gjennomsnitt som kan beregnes ut fra en lang tidsserie.¹⁰ Fremgangsmåten er først å beregne gjennomsnittlig reell valutakurs, $\bar{R}$. Anslag på likevektsvalutakurs, E_L er da:

$$(3) \quad E_L = \bar{R} \frac{P}{P^*}.$$

Basert på månedlige opplysninger for prisindekser og valutakurs fra 1982 og frem til i dag, viser den stiplede kurven i Figur 5a) utvikling i likevektsvalutakurs for euroen i den tidsperioden vi har foretatt estimeringen.¹¹ Den heltrukne linjen er faktisk valutakurs. Av figuren går det

⁷ Dessverre er en rekke land sene med å rapportere betalingsbalansetall. I tillegg til Norge og Sverige har vi bare vært i stand til å få tak i tall fra New Zealand og Canada som begge er depresieringsland. For 3. og 4. kvartal 2008 rapporteres negative tall for utenlandske porteføljeinvesteringer, som er i tråd med det vi vil forvente.

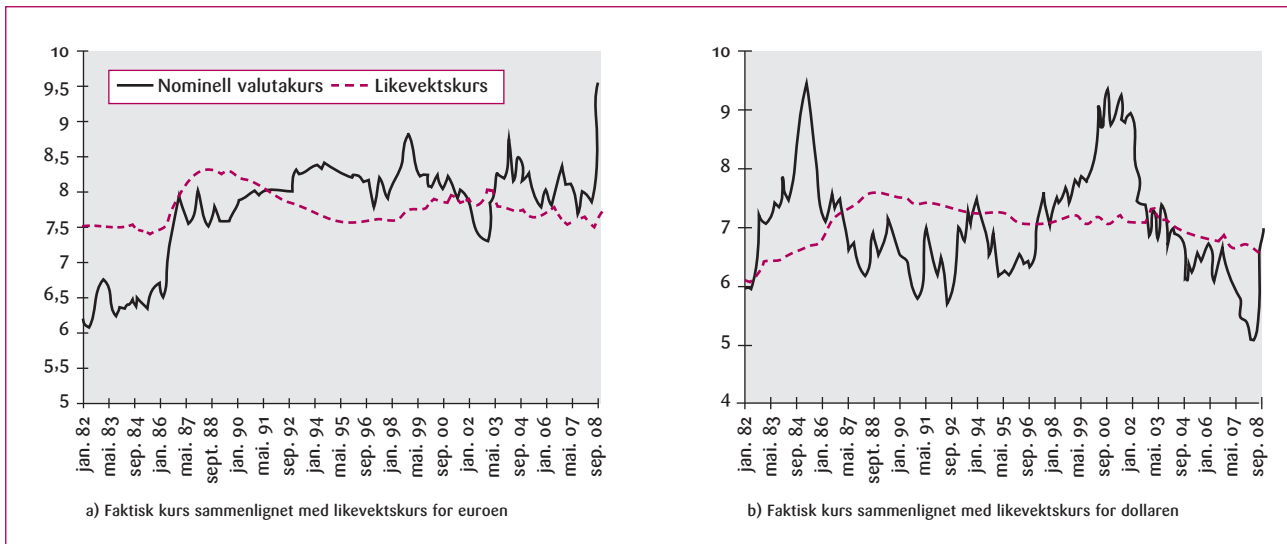
⁸ Akram (2003) gir en god oversikt over ulike måter å beregne likevektsvalutakurs på. Akram gir også anslag basert på norske data.

⁹ Cassel er kjent for å funnet navnet kjøpekraftsparitet på sammenhengen mellom priser og valutakurs. Cassel (1934), sidene 472-492, gir en grundig behandling.

¹⁰ Kjøpekraftsparitetsteorien er omstridt, noe som kommer frem i to nyere oversiktsartikler av Rogoff (1996) og Taylor & Taylor (2004). Kapittel 15 i Krugman og Obstfeld (2009) gir en grundig diskusjon av kjøpekraftsparitetsteoriens styrker og svakheter.

¹¹ $\bar{R}$ i (3) er beregnet som et aritmetisk gjennomsnitt av reell valutakurs fra januar 1982 – desember 2008.

Figur 5 Likevektsvalutakurs for euro og dollar. Januar 1982-desember 2008.



frem at likevektsvalutakursen i slutten av fjoråret var i underkant av åtte kroner.

Vi har gjort det samme for dollaren, illustrert i Figur 5b). Anslaget her er en likevektsvalutakurs rundt syv kroner.

Men tidsperspektivet for å nå likevektsvalutakursene vil, etter vår mening, være ulik for euroen og dollaren. Eurokursen startet ut fra (omtrentlig) likevekt. Da er det naturlig å forvente en rimelig rask tilbakevending til dette nivået. Dollarkursen er vanskeligere å vurdere. Høstens sjokk ble utløst på et tidspunkt da dollaren var svært svak. Amerikansk økonomi er som kjent i ekstern ubalanse, med blant annet svært høye driftsbalanseunderskudd. Dollarsvekkelsen, som ifølge Figur 5b) har pågått i svært mange år, kan sees på som et resultat av dette.¹² Siden driftsbalanseunderskuddene fremdeles er svært høye, vil det være rimelig å forvente en svak dollar fremover, dvs. betydelig under vår estimerte likevektkurs på 7 kroner. I tilfelle dollaren kan det ta lang tid før likevektsvalutakursen blir nådd.

6 STASJONARITETSTESTER

Kjøpekraftsparitetsberegningene våre har som antagelse at de reelle valutakursene er stasjonære. Det er derfor av interesse å undersøke om dette faktisk er tilfelle. Dette gjøres

ved en Dickey-Fuller test, basert på følgende ligning:

$$\Delta R_t = \beta + \delta R_{t-1} + \sum_{j=1}^k \alpha_j \Delta R_{t-j} + \varepsilon_t.$$

Testobservatoren i denne testen er rapportert i Tabell 3. Vi har utført testen ved å variere lengden på tidsforskyvningen av ΔR ($k=13$ og 1), og vi har utført testen først på totalform, dvs. ved å bruke R slik den er definert i (2), og dernest ved å ta logaritmen til R . Det vanlige er å operere med tidsforskyvning av en viss størrelse. Derfor festes det mest lit til testene utført på $k=13$. I tillegg til de to kronekursene har vi også utført tester på den reelle effektive valutakursen for Norge.

Vi ser at stasjonaritetstestene basert på reell valutakurs på totalform alle er signifikant på 5 % nivå ($k=13$). På logaritmeform er reell dollarkurs og den effektive reelle valutakursen signifikant på 1 % nivå. Den reelle eurokursen er imidlertid ikke signifikant. Den når ikke engang opp i 10 % grensen.¹³ Dette gjør at en kan stille et spørsmål om eurokursen er stabil.

7 AVSLUTTENDE KOMMENTARER

Vi har pekt på at høstens kronekursbevegelser har vært historisk svært store. Trekket har gått gjennom for flere

¹² Også her er det uenighet i fagmiljøet. Arne Jon Isachsen har lagt frem og diskutert de ulike syn i en artikkel fra 2006 med den nærmest sannspådde tittelen – «Like før det smeller? Om globale ubalanser».

¹³ Sløyfer vi de fire siste månedene av 2008 blir også denne signifikant på 5 % nivå.

Tabell 3 Stasjonaritetstester av reell valutakurs for Norge. Januar 1982 - desember 2008.

TOTALFORM:			
	Reell eurokurs	Reell dollarkurs	Effektiv reell valutakurs
$k=13$	-1,744**	-2,082**	-2,275**
$k=1$	-2,346***	-1,884**	-3,234***
LOGARITMEFORM:			
	Reell eurokurs	Reell dollarkurs	Effektiv reell valutakurs
$k=13$	-1,057	-2,365***	-2,751***
$k=1$	-1,622**	-2,393***	-3,409***

** betyr signifikant på 5 % nivå

*** betyr signifikant på 1 % nivå

land, noe som gjør at vi trygt kan feste merkelappen global på høstens valutauro.

Vi har også forsøkt å argumentere for at høstens kursbillede for kronen vil være midlertidig. Her kan det nok være grunn til å peke på at andre land kan komme til å oppleve dette forskjellig. Høstens krise har fått realøkonomiske konsekvenser også for mange fastkursøkonomier. Disse opplever både intern og ekstern ubalanse (eksempelvis de baltiske land). For slike land kan det være fristende å foreta devalueringer for å komme ut av krisen. Men slike devalueringer påvirker naboland, slik at en lett kan komme inn i «beggar-ty-neighbour»- situasjoner.

I det siste har det også vært eksempler på små åpne flyt-kursøkonomier der valutaen er blitt styrket (Sveits), som opplever dette som ubehagelig. Her er det blitt annonsert at en tar sikte på å svekke hjemvalutaen, og det har vært snakk om at Japan vil gå samme veie. Politikk direkte rettet mot valutakursen har vært fraværende i etablerte flyt-kursøkonomier, noe som nok har vært en fordel for verdensøkonomien. Kanskje dette er det mest foruroligende trekket i kjølvannet av høstens valutauro.

REFERANSER:

Akram, Q.F. (2003): Reell likevektsvalutakurser. *Norsk Økonomisk Tidsskrift*, 2.

Cassel, G. (1934): *Teoretisk Socialekonomi*. Kooperativt Föbunds Bokförlag, Stockholm.

Forthun, I. (2009): Bankers valutakursprognoser – En empirisk analyse: Klarte bankene å forutse depresieringsperioden høsten 2008?. Utkast til bacheloroppgave ved Institutt for økonomi, Universitetet i Bergen, våren 2009.

Halvorsen, T., Sande Olsen, H. og Volden, M. (2005): Kvartalsvis utenriksregnskap. *Økonomiske analyser*, 3.

Isachsen, A. J. (2006): Like før det smeller? Om globale ubalanser. *Internasjonal politikk*, 2.

Krugman, P. og Obstfeld M. (2009): *International Economics. Theory & Policy*. Pearson and Addison Wesley, 8th Edition.

Landberg, M. og Tellesbø, Ø. (2005): Bankers valutakursprognoser – ren augurisme eller treffsikre spådommer?. *Økonomisk Forum*, 2.

Rogoff, K. (1996): The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature*, June 1996.

Taylor, A. M. og Taylor, M. P. (2004): The Purchasing Power Parity Debate». *Journal of Economic Perspectives*, Fall 2004.

INTERNETTKILDER:

International Monetary Fund: International Financial Statistics (IFS). Online Database. Mars 2009

Norges Bank valutakursstatistikk:

http://www.norges-bank.no/webdav/stat/no/valutakurser/valutakurser_daglig_ukoplet.xls

VEDLEGGET

Vekstratene i nedenstående tabell er regnet ut basert på effektive valutakurser fra IFS, oppgitt som månedsgjennomsnitt fra januar 1975–desember 2008. For hvert land får vi da $34 \times 12 - 4$, til sammen 404 vekstrater. I første kolonnen er oppgitt land. Landvalget utgjør alle OECD land med unntak av Korea, Mexico og Tyrkia som vi mangler opplysninger om. Andre kolonne inneholder vekstraten for perioden september – desember 2008. I parentes bak

tallene har vi markert om tallet refererer seg til styrking (+), eller svekkelse (-). I tredje og fjerde kolonne har vi ført inn største prosentvise endring i valutakurs, samt periode hvor dette har skjedd. Hvis september – desember-raten er den største, har vi ført inn nest største prosentvise endring. For USA ser vi at den største firemånedersendringen er i juni –

september 1989. I den siste kolonnen har vi ført inn den nest største prosentvise firemånedersendringen. Vi har videre latt være å registrere overlappende vekstrater. Hvis vi har registrert prosentvis endring for juli-oktober, har vi utelukket registreringer på vekstrater som bruker noen av disse månedene.

LAND	SEPT.-DES. 2008	STØRSTE ENDRING 1975-2008		NEST STØRSTE ENDRING 1975-2008	
		Periode	%-vis endring	Periode	%-vis endring
USA	8,750 (+)	Juni 1989	10,481	August 1982	9,799
Storbritannia	10,379 (-)	November 1992	14,740	Januar 1983	11,357
Østerrike	0,158 (-)	Mars 1995	4,109	November 1979	4,065
Belgia	0,263 (-)	April 1982	9,014	Januar 1990	5,669
Frankrike	0,517 (-)	August 1982	7,169	Juni 1975	6,263
Tyskland	0,284 (-)	April 1976	6,836	Mars 1995	5,833
Italia	0,112 (-)	April 1976	19,175	April 1995	13,337
Luxemburg	0,388 (-)	Januar 1990	7,097	April 1982	6,687
Nederland	0,305 (-)	Januar 1979	6,675	November 1981	5,913
Sverige	10,549 (-)	Januar 1993	16,816	Desember 1982	15,789
Sveits	1,150 (-)	September 1978	13,992	November 1981	13,065
Canada	13,084 (-)	November 2004	9,117	Mai 2003	8,376
Finland	0,543 (+)	November 1992	12,663	Mars 1993	10,131
Hellas	0,452 (+)	November 1985	19,333	Januar 1983	16,287
Island	18,539 (-)	Juni 1983	22,683	April 1975	22,027
Irland	0,402 (-)	Mars 1993	8,355	Juni 1983	7,247
Portugal	0,037 (-)	Mars 1977	18,592	Juli 1983	14,374
Spania	0,217 (-)	August 1977	19,724	Januar 1983	11,919
Australia	16,658 (-)	April 1985	19,548	August 1986	17,668
New Zealand	10,039 (-)	August 1984	19,802	Oktober 1975	15,279
Tsjekkia	8,452 (-)	Desember 1990	29,750	Januar 1991	21,005
Slovakia	7,265 (+)	Desember 1990	20,784	Januar 1991	14,222
Ungarn	14,692 (-)	Mars 1980	16,979	Mai 1995	13,810
Polen	7,481 (+)	Desember 1989	75,226	Januar 1982	30,741
Japan	16,576 (+)	August 1978	17,227	April 1995	16,025
Danmark	4,215 (-)	August 1993	5,950	Februar 1980	5,591
Norge	13,10 (-)	Juli 1986	7,642	September 1982	7,483
Euro-området	0,274 (+)	Desember 1989	11,685	Januar 2001	8,897



ROGER BJØRNSTAD
Statistisk sentralbyrå

«There are two aspects of the wreckage from the current crisis that have not attracted much attention so far. One is the wreck of what was until a year ago the widely accepted central banking doctrine. The other is the damage to the macroeconomic theory that underpinned that doctrine».

Axel Leijonhufvud (2008)

Finanskrisen: Forsterket av doktrinen bak inflasjonsmålene*

Lav og stabil inflasjon vil alltid være sentralt i utformingen av pengepolitikken, men finanskrisen viser at det nå har hatt en for sentral plass. Forankring av inflasjonsforventningene på et lavt og stabilt nivå sikrer ikke økonomisk stabilitet. Det kan snarere se ut som det motsatte har vært tilfelle. Inflasjonsmålene har gjort at sentralbankene i mange land har møtt nedgangen i inflasjonen fra reduserte importpriser i oppgangsperioden tidligere på 2000-tallet, med enda sterkere nedgang i rentene. I denne artikkelen knyttes en slik rentesetting til den doktrinebaserte forskningen «til hjelp for pengepolitikken» og til såkalte «vekt-konservative» sentralbankledelser, som legger mindre vekt på realøkonomisk stabilitet enn det som i seg selv er samfunnsøkonomisk ønskelig. Renteatferden bygger på en tro at aktørene i økonomien har rasjonelle forventninger, noe empirisk forskning gir lite støtte for.

INNLEDNING

Den pengepolitiske doktrinen som Leijonhufvud viser til i sitatet over, sier at renta på noen få års sikt ikke påvirker andre sider ved økonomien enn inflasjonen – og da i hovedsak gjennom forventningsdannelsen. Doktrinen har vært dominerende siden slutten av 1990-tallet og førte til et svært lavt rentenivå i en periode med høy økonomisk vekst på 2000-tallet. Politikerne i nær sagt alle industrialiserte land har latt sentralbankene få et inflasjonsmål for rentesettingen i en eller annen form, trolig i en forestilling

om at stabil inflasjon også innebærer stabile konjunkturer og kapitalmarkeder.

Siden politikerne har akseptert doktrinen, har de også måttet gi sentralbankene en såkalt «vekt-konservativ» ledelse med stor grad av uavhengighet i rentesettingen. Årsaken til dette er at ifølge doktrinen blir inflasjonen høyere jo mer innflytelse politikerne har over renta, uten at det oppnås noen realøkonomiske gevinster. Dette blir ofte henvist til som tidsinkonsistensproblemet i pengepo-

* Takk til Andreas Benedictow, Thomas Lystad, Eilev S. Jansen og Ragnar Nymoen for gode kommentarer til artikkelen. Takk også til Joakim Prestmo som har gjort beregningene på SSBs makromodell KVARTS.

litikken, eller «the inflationary bias» (se Kydland og Prescott, 1977, og Barro og Gordon, 1983). Uavhengighet kan bare løse litt av problemet, siden ingen sentralbanker kan bli helt uavhengige. Med utspring i Rogoff (1985) har det derfor blitt aksept for at det utnevnes vekt-konservative sentralbankledelser, som i rentesettingen legger større vekt på prisstabilitet og mindre vekt på realøkonomisk stabilitet enn det som i seg selv er samfunnsøkonomisk ønskelig. Dette blir betraktet som suboptimalt, siden det ikke løser tidsinkonsistensproblemet – det bare kompenserer for det. På tross av sine klare monetaristiske røtter har den pengepolitiske doktrinen blitt støttet av de fleste akademiske økonomer, men har likevel vært kraftigst promotert av sentralbankene selv.

Siden man hadde vanskeligheter med å finne den sammenhengen mellom rente, inflasjonsforventninger og faktisk inflasjon i historiske data som doktrinen tilsa, erstattet mange sentralbanker sine empiriske modeller med DSGE-modeller¹ der det ble tatt for gitt at doktrinen var sann. Ifølge tankegangen i disse modellene, er forklaringen på at renta har liten betydning for realøkonomien på noen få års sikt at aktørene i det store og hele har korrekte inflasjonsforventninger. Dermed vil nær sagt alle allokeringer aktørene gjør være optimale, og økonomien vil alltid være nær likevekt. Doktrinen tilsier en aktiv bruk av renta for å stabilisere inflasjonen og inflasjonsforventningene. Det er i stor grad med bakgrunn i en slik tankebygging at renta har blitt fastsatt i de fleste land de siste årene, også i Norge. Dersom betydningen av inflasjonsforventningene er svakere enn det doktrinen sier, eller forventningene dannes på en annen måte, kan renta godt få en langt sterkere og mer langvarig effekt på realøkonomien og kapitalmarkedene.

Politikerne har kanskje hatt en oppfatning om at sentralbankene med et inflasjonsmål også styrer konjunkturene og kapitalmarkedene, siden det ofte er en sammenheng mellom lav arbeidsledighet og høy inflasjon. Et inflasjonsmål er imidlertid ikke det samme som å stabilisere konjunkturer og kapitalmarkeder. Et inflasjonsmål tilsier for eksempel at renta må settes ned, selv om veksten i økonomien er svært sterk, ledigheten er lav, boligprisene er høye, finansmarkedene er oppblåste og utlånsveksten er formidabel, så lenge inflasjonen er lavere enn målet – og motsatt når inflasjonen er høyere enn målet. Det er klart at

Norges Bank og mange andre sentralbanker har lagt akkurat dette til grunn for sin rentesetting. Sentralbanksjef Svein Gjedrem sa det for eksempel slik på et møte i regi av Center for Monetary Economics (CME) ved Handelshøyskolen BI 17. september 2007: «Det kunne være fristende å ta hensyn til også andre formål utover virkningene de måtte ha på inflasjonen. Det betyr i så fall å ta sjanser og gå på akkord med inflasjonsmålet».

Troen på at vi alltid er nær likevekt og at renta kun bør brukes for å bringe inflasjonen på målet, er en viktig årsak til finanskrisen som herjer verdensøkonomien nå. I mange år så særlig den amerikanske sentralbanken, men også den europeiske sentralbanken (ECB), Norges Bank og andre sentralbanker, bort fra den sterke utlånsveksten og oppgangen i prisene på nær sagt alle kapitalobjekter som boliger, næringsseiendommer og aksjer, fordi importen fra særlig Kina presset konsumprisene nedover. Gjennom lavrentepolitikken bidro dermed sentralbankene til at boblene i økonomien vokste seg enda større. I denne artikkelen skal jeg knytte denne renteatferden til vekt-konservativisme i sentralbankene og egenskaper ved DSGE-modellene sentralbanker bruker til hjelp for pengepolitikken.

Gjennomgangen viser at den store vekten på prisstabilitet i rentesettingen kan knyttes til antakelsen om rasjonelle forventninger. I den empiriske forskningen har det vært lite støtte å finne for slike forventninger. Det tyder på at antakelsen er feil. Det innebærer i så fall: (1) at man trenger «vekt-nøytrale» sentralbankledelser, (2) at man bør ta hensyn til at renta påvirker etterspørselen gjennom endringer i inntekter og formuer, og (3) at man bør legge mindre vekt på betydningen av inflasjonsforventningene for faktisk inflasjon. Alle tre forholdene taler for større vekt på realøkonomisk stabilitet og mindre vekt på prisstabilitet i rentesettingen.

SENTRALBANKERS SYN PÅ ØKONOMISKE SAMMENHENDER OG RENTAS ROLLE

Sentralbankene med inflasjonsmål har lent seg tungt mot to økonomiske antakelser. Jeg skal her gjengi antakelsene svært forenklet. DSGE-modellene som sentralbankene bruker er ofte mer detaljerte, og lagstrukturen kan være annerledes, men egenskapene er stort sett de samme som i dette enkle oppsettet:

¹ DSGE står for *Dynamic Stochastic General Equilibrium*.

1. ETTERSPØRSELEN. $y_t = -\beta \cdot r_{t-1} + \rho \cdot y_{t-1} + \varepsilon_t$ $\beta > 0, 0 < \rho < 1$.

Den totale etterspørselen i år t (y_t), målt for eksempel ved BNP-gapet, avhenger av realrenta året før (r_{t-1}). Realrenta er her målt som avvik fra en normal realrente. Høyere realrente innebærer lavere etterspørsel siden $\beta > 0$. Det er tregheter i etterspørselen, for eksempel fordi konsumenter ønsker et jevnt forbruk over tid eller på grunn av kostnader forbundet med å endre investeringsplaner. Derfor inngår også etterspørselen året før i sammenhengen over. Dessuten kan det oppstå uventede endringer som er representert ved ε_t . Etterspørselen påvirkes i denne spesifikasjonen ikke av endringer i realinntekter og -formuer, annet enn hvis aktørene tror de er permanente (Friedman, 1957, og Modigliani, 1986). Dette innebærer at en nedgang i inflasjonstakten som øker både realrenta, realinntekter og realformuer, kun har virkning på etterspørselen gjennom realrentas negative effekt. Det innebærer også at en eventuell rentenedgang ikke øker etterspørselen gjennom lavere renteutgifter for husholdningene.

2. INFLASJONEN. $\pi_t = \theta \cdot \pi_{t+1}^e + \omega \cdot \pi_{t-1} + \alpha \cdot y_{t-1} + \delta_t$
 $0 < \theta < 1, 0 < \omega < 1, \alpha > 0$.

Inflasjonen i år t (π_t , målt som avvik fra inflasjonsmålet) bestemmes i stor grad av forventet framtidig inflasjon (π_{t+1}^e), siden θ som regel er lik eller større enn 0,5. Det er blant annet her forankring av inflasjonsforventningene kan medvirke til at inflasjonsmålet nås. Inflasjonen bestemmes imidlertid også av etterspørselsforhold (y_{t-1}), og det er tregheter i inflasjonsprosessen slik at lagget inflasjon inngår (π_{t-1}). I sentralbankmodellene er ofte $\theta + \omega = 1$. Siden etterspørselen inngår med et tidsetterslep, vil et framoverskuende inflasjonsmål innebære vekt på å stabilisere etterspørselen og realøkonomien også. Et framoverskuende inflasjonsmål blir derfor også omtalt som et fleksibelt inflasjonsmål (se Svensson, 1997 og 1999).

Sentralt bak antakelsene 1 og 2 over ligger teorien om rasjonelle forventninger. Teorien sier at aktørenes forventninger til framtiden i gjennomsnitt er korrekte, og med korrekte menes at de er i tråd med den økonomiske modellen. Med rasjonelle forventninger er det svært vanskelig å vise at det kan oppstå betydelige og langvarige konjunktursvingninger, fordi aktørene relativt raskt vil allokere ressursene dit de kaster mest av seg, reelt sett. Har de rett i sine antakelser om realverdier, er økonomien dermed i likevekt. Aktørene kan imidlertid være usikre på

realverdiene, fordi de kan ha feil forventninger til inflasjonen. Sentralbankene mener dermed at det beste de kan gjøre for å sikre stabilitet i realøkonomien, er å stabilisere inflasjonen og forankre forventningene på inflasjonsmålet. Dersom sentralbankene misliker både avvik fra inflasjonsmålet og ustabilitet i realøkonomien, kan man representere dette gjennom en såkalt tapsfunksjon. I tapsfunksjonen angir en parameter (ofte λ) hvor mye sentralbanken misliker inflasjonsavviket. Sammen med tapsfunksjonen, kan man på bakgrunn av antakelsene 1 og 2 over utlede en optimal renteregulering:

3. RENTEREGEL. $r_t = a \cdot y_t + b \cdot \pi_t$ $0 < a < 1, b > 1$,

der a og b avhenger av både hvor mye sentralbanken misliker at inflasjonen avviker fra inflasjonsmålet (λ) og av økonomiens virkemåte, dvs. de avhenger av hvordan likningene i 1 og 2 er spesifisert. Renteregelen sier at dersom inflasjonen endres vekk fra inflasjonsmålet, må nominell rente endres enda mer. Hvor mye mer avhenger av om realøkonomien også er i ubalanse. Renteregelen kalles også Taylor-regelen (Taylor, 1993 og 1996), og «The Taylor principle» – basert på Federal Reserves rentesetting under Volcker og Greenspan – tilsier at $a \approx 0,5$ og $b \approx 1,5$. Det innebærer at nominell rente endres om lag 50 prosent mer enn endringene i inflasjonen dersom realøkonomien er i balanse. Hvis inflasjonen faller med 1 prosentpoeng, reduseres rente med mer enn 1,5 prosentpoeng dersom for eksempel BNP-veksten samtidig faller, eller mindre enn 1,5 prosentpoeng dersom BNP-veksten stiger. Regelen tilsier altså større variasjoner i nominell rente enn i inflasjonstakten, med mindre det er en betydelig ustabilitet i realøkonomien i motsatt retning.

Renteregelen bygger på en avveining mellom de samfunnsøkonomiske kostnadene ved ustabilitet i inflasjonen og ustabilitet i realøkonomien. Selv om det kan være uenighet blant økonomer om størrelsene på a og b , er relativt få kritiske til at det foretas en slik avveining i rentesettingen.

HVA OM SENTRALBANKMODELLER ER GALE?

Sentralbankenes syn på økonomien innebærer at store svingninger i rente er nødvendig når det skjer uventede sjokk i økonomien. Slike store renteendringer bidrar ifølge sentralbankenes DSGE-modeller til å forankre inflasjonsforventningene på målet og de har relativt små effek-

ter på realøkonomien. Empirisk forskning kan imidlertid tyde på at modellene er feil på flere viktige punkter. Det mest alvorlige ser ut til å være at de undertrykker rentas sterke og langvarige virkning på realøkonomien, og at de overvurderer inflasjonsforventningenes rolle for både inflasjonen og realøkonomien. I punkt 1 og 2 over kan feilene representeres ved at det er utelatte realinntekts- og realformueseffekter i etterspørselslikningen, og at koeffisienten θ i inflasjonslikningen er satt for høyt. Som vi skal se, tyder eksisterende empiri på at θ er nær null.

Dersom sentralbankene undervurderer inntekts- og formueseffekter, og overvurderer betydningen av inflasjonsforventningene, kan en rentesetting i henhold til renteregelen virke destabiliserende på realøkonomien. Dette oppstår særlig når økonomien blir utsatt for tilbudssidesjokk, som for eksempel når reduserte importpriser både øker husholdningenes realinntekter og reduserer inflasjonen. Renteregelen trenger altså ikke være et problem i seg selv, men den kan være et problem dersom den får virke sammen med en feil modell for økonomien.

Problemene med regelen kan imidlertid bli ytterligere forsterket av at sentralbankene overvurderer de samfunnsøkonomiske kostnadene ved ustabilitet i inflasjonen. Som en følge av tidsinkonsistensproblemet i pengepolitikken («the inflationary bias») kan det være ønskelig å la sentralbankene gjøre dette. Blant annet Kydland og Prescott (1977) og Barro og Gordon (1983) har pekt på at dersom aktørene i økonomien har rasjonelle forventninger, kan det være betydelige tidsinkonsistensproblemer knyttet til pengepolitikken. Problemene går ut på at det kan være optimalt for myndighetene å si at de legger stor vekt på lav og stabil inflasjon, men i virkeligheten sette renta for å oppnå fordeler på realøkonomien. Da kan de oppnå en kortsiktig gevinst i form av både lav inflasjon på grunn av det de har sagt, og bedre realøkonomi på grunn av det de har gjort. Lav rente gir riktig nok litt høyere inflasjon, men dette er myndighetene likevel fornøyd med. Aktørene i økonomien blir imidlertid lurt, men de lar seg lure kun én gang. Deretter forventer de høyere inflasjon, uansett hva myndighetene sier. På sikt oppnår myndighetene således ingen realøkonomiske gevinster, kun høyere inflasjon. Det å binde seg til et inflasjonsmål, og ikke utnytte troverdigheten man har fått til å bedre realøkonomien på kort sikt, vil dermed bare ha positive effekter på lang sikt. Problemet er hvordan hindre politikerne i å utnytte troverdigheten til et inflasjonsmål for å bedre realøkonomi på kort sikt?

Svaret har vært å utnevne såkalte «vekt-konservative» sentralbankledelser og gi dem økt selvstendighet. En vekt-konservativ sentralbankledelse legger større vekt på prisstabilitet enn det som i seg selv er optimalt for samfunnet. Denne strategien springer ut fra Rogoff (1985) og blir vurdert som suboptimal, altså ikke optimal, men det beste man kan få til. En vekt-konservativ sentralbankledelse kan oppnå lav a og høy b i renteregelen i punkt 3 over enten ved å legge (for) stor vekt på rasjonelle forventninger i spesifikasjonene i punktene 1 og 2, eller ved å legge til grunn (for) store samfunnsøkonomiske kostnader ved ustabilitet i inflasjonen, eller begge deler.

Antakelsen om rasjonelle forventninger ledet Lucas (1976) fram til en svært betydningsfull kritikk av empirisk spesifiserte modeller. Lucas viste at med rasjonelle forventninger ville aktører endre atferd etter politikkinntervensjoner, og at modeller som ignorerte dette ville bli skadelidende fordi modellenes parametere da ville endres. Kritikken førte til fokuset på tidsinkonsistensproblemet og framveksten av DSGE-modeller til hjelp i pengepolitikken. Parametrene i DSGE-modellene er estimert eller kalibrert som strukturparametre fra den teoretiske modellen med rasjonelle forventninger, og viser ikke uten videre sammenhenger mellom variable. Modellene skal derfor ikke være gjenstand for Lucas-kritikken.

Det er vanskelig å teste rasjonelle forventninger, men forsøkene som er gjort finner liten støtte for antakelsene (se Fair, 2004, Fuhrer og Rudebusch, 2004, og Rudd og Whelan, 2006). Det er imidlertid gjort mange forsøk på å teste Lucas-kritikken. Hvis rasjonelle forventninger er viktige, så bør man finne støtte for Lucas-kritikken. Ericsson og Irons (1995) gjennomgår den meget omfattende litteraturen omkring Lucas-kritikken, med spesiell vekt på tester av kritikkens empiriske relevans. De finner knapt noen empiriske undersøkelser som gir støtte for kritikken. I tillegg har en rekke studier utført i Norges Bank og Statistisk sentralbyrå testet den empiriske relevansen av Lucas-kritikken på norske data, som Boug (1999a og 1999b), Boug m.fl. (2002, 2005, 2006a og 2006b), Brodin og Nymoen (1992), Bårdsen m.fl. (2002), Naug og Nymoen (1996), Naug (1999) og Svendsen (1995, 1996 og 1998). Ingen av disse studiene finner støtte for at aktørene handler på grunnlag av rasjonelle forventninger.

At man ikke finner støtte for rasjonelle forventninger, betyr ikke nødvendigvis at forventningene som aktørene

danner er irrasjonelle. Det betyr bare at forventningene sannsynligvis ikke er i tråd med noen av de økonomiske modellene økonomer setter opp. Aktørene kan i stedet handle på grunnlag av empiriske, databaserte forventninger. En slik atferd kan være rasjonell dersom det er store kostnader forbundet med å innhente og bearbeide informasjon.

INNTAKTSEFFEKTER I ETTERSPØRSELEN

I empiriske analyser av etterspørselen i økonomien finner man ofte at realrenta har en klar negativ effekt på etterspørselen, som i spesifikasjonen i punkt 1 over. Man finner imidlertid også at realinntektene har en om lag tilsvarende positiv effekt. Dermed er virkningene av endringer i inflasjonen på realøkonomien uklar på kort og mellomlang sikt. Ved å feilaktig utelukke inntektseffektene, vil sentralbanker overdrive renteresponsen etter sjokk i inflasjonen og de vil ikke ta hensyn til at eventuelle renteendringer påvirker etterspørselen gjennom husholdningenes netto renteutgifter i neste runde.

Det er særlig gjennom husholdningenes etterspørsel etter konsumgoder og boliger en finner inntektseffekter i realøkonomien. Fair (2004) bruker sin makroøkonometriske modell for flere land og finner at en økning i konsumprisene på 0,5 prosent i USA setter i gang inflasjonsspiraler som reduserer husholdningenes etterspørsel etter varige konsumgoder og boliginvesteringer med henholdsvis 1,4 og 1,8 prosent etter fire kvartaler. Etter 12 kvartaler er denne etterspørselen redusert med om lag 5 prosent, og reelt BNP er 1,2 prosent lavere. I beregningen er det nominelle rentenivået holdt uendret, slik at realrenta blir redusert. Resultatene viser altså at i Fairs modell for den amerikanske økonomien dominerer realinntekts- og realformueseffektene over realrenteeffektene.

Fullt så sterk er ikke inntekts- og formueseffektene i SSBs makroøkonomiske modeller for norsk økonomi. SSBs modeller er hovedsakelig tallfestet på bakgrunn av norske nasjonalregnskapstall tilbake til 1960- og 1970-tallet. Det legges stor vekt på at modellens parametere er stabile. Også i disse modellene er det klare og signifikante realinntektseffekter i bestemmelsen av husholdningenes konsum og boliginvesteringer. Det har ikke vært mulig å forkaste denne egenskapen på nasjonalregnskapstallene som benyttes. Nylig er det også funnet støtte for å inkludere husholdningenes realformuer i bestemmelsen av hushold-

ningenes konsum, jf. Jansen (2009). Det er imidlertid også betydelige realrenteeffekter, slik at en økning i inflasjonstakten samlet sett har en positiv virkning på etterspørselen i Fastlands-Norge for et gitt nominelt rentenivå.

Fair (2004) så på betydningen av en økning i inflasjonen. Ved hjelp av SSBs kvartalsmodell KVARTS, kan vi se på en nedgang i inflasjonen. Dersom inflasjonstakten reduseres med ett prosentpoeng, gjennom reduserte importpriser, og nominelle renter holdes uendret, vil BNP Fastlands-Norge falle med i gjennomsnitt 0,3 prosent 1-3 år fram. Da har jeg antatt uendret kronekurs. Tolkningen kan være at de viktigste handelspartnerne opplever tilsvarende importprisendringer. Dette kan etterlikne situasjonen med reduserte importpriser på grunn av den stadig økende importen fra Kina gjennom 2000-tallet. I beregningen går husholdningenes konsum opp på grunn av økte realinntekter og realformuer, men boliginvesteringene reduseres relativt mye på grunn av de økte realrentene. Det er i hovedsak de reduserte boliginvesteringene sammen med reduserte næringslivsinvesteringer, som bidrar til reduksjonen i BNP.

I KVARTS dominerer altså realrenteeffekten, men det betyr ikke at det er uproblematisk å se bort fra eventuelle inntekts- og formueseffekter. Konsekvensen av den reduserte inflasjonen ville blitt langt sterkere om alle realinntekts- og realformueseffekter var fjernet, slik som i punkt 1 over. For å illustrere dette har jeg i det samme eksperimentet holdt realrenta uendret. Da øker BNP Fastlands-Norge med i gjennomsnitt 0,9 prosent etter 1-3 år, i stedet for å gå ned med 0,3 prosent – en differanse på 1,2 prosentpoeng. Dermed kan man si noe forenklet at realrenteeffekten bidrar til å redusere BNP Fastlands-Norge med 1,2 prosent etter 1-3 år, og realinntekts- og realformueseffektene bidrar til å øke BNP Fastlands-Norge med 0,9 prosent.

Hvis KVARTS er om lag korrekt, undervurderes altså en betydelig positiv effekt av lavere inflasjonstakt på realøkonomien i typiske sentralbankmodeller. I tillegg til dette kommer inntekts- og formuesvirkninger av en nominell rentenedgang. I Norge vil en nedgang i renta på ett prosentpoeng gi husholdningene reduserte renteutgifter tilsvarende om lag 11 milliarder kroner før skatt. En slik inntektsøkning vil ifølge KVARTS øke konsumet og boliginvesteringene. Dersom sentralbanken utelater denne inntektseffekten også, blir rentenedgangen trolig for sterk.

I perioden 2003-2007 ble norsk økonomi truffet av flere forhold som både bidro til å redusere inflasjonen og til å øke husholdningenes inntekter og boligformue. Inflasjonen falt til nær null. Samtidig økte boligprisene med 50 prosent i perioden. Konsumet økte med 22 prosent. Likevel reduserte Norges Bank renta til svært lave nivåer. Styringsrenta var helt nede i 1,75 prosent fra januar 2004 til juni 2005. På CME-møtet i september 2007 begrunnet sentralbanksjef Svein Gjedrem dette med å si følgende: «Hensynet til å hindre at inflasjonsforventningene skulle festne seg under vårt operative mål på 2,5 prosent, var en vesentlig årsak til at renten ble satt ned til et svært lavt nivå i 2003 og 2004, da prisveksten falt og nærmet seg null». Andre land har opplevde liknende sjokk til sine økonomier, og andre sentralbanker holdt sine renter tilsvarende lave. Norges Bank var således ikke alene om en slik rentepolitikk, på samme vis som den ikke var alene om sitt syn på økonomiens virkemåte.

BETYDNINGENE AV INFLASJONSFORVENTNINGENE FOR INFLASJONEN

Inflasjonslikningen i DSGE-modellene sentralbanker bruker (punkt 2 over), er den såkalte Nykeynesianske Phillipskurven. Den viser hvor sentralt inflasjonsforventningene er for den faktiske inflasjonen i disse modellene. Det å forankre inflasjonsforventningene på inflasjonsmålet, er således et viktig bidrag til å nå inflasjonsmålet. Galí og Gertler (1999) og Galí, Gertler og Lopez-Salido (2001 og 2005) fant empirisk støtte for den Nykeynesianske Phillipskurven med framoverskuende forventninger, både på amerikanske og europeiske data.

Disse arbeidene har imidlertid blitt kritisert av flere, se Rudd og Whelan (2005), Lindé (2005), Bårdsen m.fl. (2004), Bårdsen m.fl. (2005, kap. 7), Boug m.fl. (2006) og Bjørnstad og Nymoen (2008). Den Nykeynesianske Phillipskurven blir testet på data fra Norge, USA og Europa separat. Bjørnstad og Nymoen (2008) tester den på hele 20 OECD land samlet. Bjørnstad og Nymoen (2008) viser at modellens empiriske støtte er helt avhengig av spesifikasjonen som følger fra den valgte teorimodellen. Den spesifikasjonen innebærer imidlertid svært strenge forutsetninger for dynamikken i inflasjonsprosessen. Det viser seg at når det inkluderes variable fra alternative teorier, er ikke lenger forventet framtidig inflasjon av betydning for inflasjonsprosessen. Dette viser at den Nykeynesianske Phillipskurven utelater viktige sammen-

henger som er korrelert med forventet framtidig inflasjon. Å utelate disse innebærer således at det framoverskuende leddet feilaktig blir inkludert i modellen. Når man inkluderer de utelatte variablene, blir θ i punkt 2 over estimert til omtrent 0 og den Nykeynesianske Phillipskurven med et framoverskuende forventningsledd forkastes.

Hvis sentralbankene overdriver forventningskanalen for inflasjonsmålet, innebærer det at det legges for stor vekt på å stabilisere inflasjonen og for liten vekt på det å stabilisere realøkonomien. I renteregelen i punkt 3 over, framstår dette ved at b blir satt for høyt. Senay (2008) viser hvor viktig det er at det er framoverskuende forventninger i prislikningen for å forsvare stor vekt på prisstabilitet i rentesettingen. Dersom $\theta < 0,5$ er det svært små gevinster, dersom $\theta = 0$ er det ingen gevinster.

HVA ER SAMMENHENGEN MELLOM FINANSKRISEN, INFLASJONSMÅLENE OG SENTRALBANKMODELLENE?

Etter fire år med sterk vekst i internasjonal og norsk økonomi, markerte 2008 seg som året da prisene i nær sagt alle aktivamarkeder verden rundt falt dramatisk og de globale kredittmarkedene kollapset. Flere store banker og finansinstitusjoner gikk konkurs. Andre ble overtatt eller reddet av myndighetene. Trolig har vi ikke sett en så omfattende global finanskrisen siden 1930-tallet. Den gangen fikk krisen betydelige konsekvenser for verdensøkonomien. Kollapsen i det norske eiendomsmarkedet i 1989, som ledet til den norske bankkrisen på begynnelsen av 1990-tallet, gir oss en pekepinn om hva vi kan ha i vente og hvordan krisen kan håndteres. Likevel er det grunn til å tro at finanskrisen vil få betydelige negative virkninger på realøkonomien og i arbeidsmarkedet også i Norge.

Den betydelige veksten i aktivapriser og kredittgivingen på 2000-tallet minner om utviklingen i forkant av tidligere finanskriser. Fenomenet har fått navnet Minsky-effekten etter den amerikanske økonomen Hyman Minsky (Minsky, 1982). I gode tider påtar investorer seg risiko ved å kjøpe aktiva med lånte penger. Jo lenger oppgangen varer, desto mer risiko tar investorer. Banker og kredittinstitusjoner er villige til å gi nødvendige lån fordi høyere aktivapriser tilsynelatende øker sikkerheten på panteobjektene. På et eller annet tidspunkt, som er «Minsky-øyeblikket», blir kontantstrømmen fra aktivaene ikke tilstrek-

kelig til å finansiere rentekostnadene. Utlånstapene som oppstår fører til tilstramning av kreditt, og investorene tvinges til å selge eiendelene. Tidspunktet for når dette skjer er nært knyttet til utviklingen i makroøkonomien. Dermed rammes mange samtidig og aktivamarkedene kollapser. Penge- og kredittmarkedene bidrar således ikke bare til å forsterke oppgangstidene. Spiralene mellom kredittgivning, aktivapriser og investeringsaktivitet får motsatt effekt og vil også forsterke nedgangen.

Den finansielle boblen vi nå har bak oss fikk bygge seg opp over en lang periode. Investorer har tatt stadig større risiko. Bonusprogrammer og insentivordninger for ledere og meglere har også oppmuntret til økt risikotaking. Finansinstitusjoner og meglere har vært kreative i å kamuflere risikoen ved investeringsprosjekter. Symptomatisk i så måte er utviklingen i det amerikanske boligmarkedet, som i kraft av sin størrelse har vært en viktig faktor bak den internasjonale finanskrisen. I USA har det vært en betydelig vekst i såkalte sub prime-lån, som er lån til husiere med svak kredithistorie, usikre inntekter og liten eller ingen formue. Långivere i sub prime-markedet består i liten grad av tradisjonelle, mer regulerte banker. De gis av kredittinstitusjoner og lånene gis med betydelig påslag på renta, men med lave renter og avdragsfrihet de første årene. Rentekostnadene har i enkelte tilfeller også vært lagt til lånet. Når låntakerne etter hvert ble avkrevd renter og avdrag, har de ikke vært i stand til å innfri forpliktelsene og boligene ble lagt ut for tvangssalg. Da har boligprisene falt markert.

I USA har det i stor grad vært slike kredittinstitusjoner som har gått konkurs. Men risikoen ved slike og andre sammenliknbare investeringsprosjekter har blitt spredd globalt gjennom internasjonale kapitalmarkeder som følge av en rivende utvikling av nye, kompliserte finansielle spareprodukter. De internasjonale pengemarkedene har siden august 2007 vært preget av mistro mellom aktørene og usikkerhet om hvem som sitter med de endelige tapene etter kollapsen i aktivamarkedene. Pengemarkedsrentene, og dermed også utlånsrentene, har ligget høyt over sentralbankenes styringsrenter. Også i Norge har denne risikopremien vært høy.

Finanskrisen vil ha store konsekvenser for realøkonomien og arbeidsmarkedet. Styrken og lengden på en oppgangskonjunktur, betyr således mye for hvordan produksjons- og arbeidslivet påvirkes av nedgangen i perioden etter.

Grunnlaget for en stabil økonomisk utvikling ligger i stabile aktivapriser og en stabil tilgang på kreditt, som igjen krever en stabil realøkonomi. Professor Haavelmo, som allerede på 1960-tallet skrev originale teoretiske arbeider om muligheten for makroøkonomisk stabilitet under liberaliserte kredittmarkeder, kom til en tilsvarende konklusjon: Det som ga best utsikter til makroøkonomisk stabilitet var en forholdsvis passiv pengepolitikk, og at sentralbanker ikke begikk den feilen å betrakte renta som et fritt virkemiddel, med enkle og lett forutsigbare konsekvenser (se Haavelmo, 1969).

Haavelmos synspunkter har ikke hatt noen gjennomslagskraft, heller ikke i Norge der hans elever nå sitter med ansvaret for mye av den økonomiske politikken. Selv om det aldri har vært påvist noen sviktende logikk eller manglende relevans i Haavelmos analyse, valgte man i stedet å adoptere det som på 1990-tallet ble standardmodellen for at frie kapitalmarkeder også bidrar til en balansert utvikling i økonomien. Forutsetningen for dette er imidlertid at inflasjonsforventningene er godt forankret på et lavt og stabilt nivå. Teoriene tilsier at det er viktig å stabilisere inflasjonen og derigjennom inflasjonsforventningene uavhengig av hva slags begivenheter eller sjokk som inntreffer. Dette er bakgrunnen for at de fleste land nå har enten et eksplisitt eller implisitt inflasjonsmål for pengepolitikken og flytende valutakurser.

Vi har sett at en del empirisk forskning, og ikke minst erfaringene fra finanskrisen, tyder på at inflasjonsforventningene likevel ikke spiller en slik viktig rolle i å stabilisere økonomien. Sjokk i økonomien kan likevel forårsake store konsekvenser selv med relativt lav og stabil inflasjon. Spiralene mellom kredittgivning, aktivapriser og økonomisk aktivitet innebærer at økonomien i lange tider beveger seg bort fra det som kan betraktes som opprettholdbart på lengre sikt og det oppstår bobler i aktivamarkedene.

Inflasjonsmålet har i mange land vært tolket strengt i den forstand at det ser ut til å ha vært viktigere å holde inflasjonen stabil på målet enn å stabilisere realøkonomien og aktivamarkedene. I det enkle modelloppsettet over innebærer det lav vekt på etterspørselen (lav *a*) og høy vekt på inflasjonen (høy *b*) i renteregelen i punkt 3. Som vi har sett gir spesielle egenskaper i DSGE-modellene som sentralbankene lener seg mot nettopp dette resultatet: I etterspørselsmodellen i punkt 1 innebærer for eksempel utela-

telse av realinntekts- og realformueseffekter at a blir lav. I inflasjonsmodellen i punkt 2 gir en relativt høy verdi på θ at b blir høy.

I Norge økte boligprisindeksen til SSB med 50 prosent fra 2003 til 2007. Kreditveksten i Fastlands-Norge var på 56 prosent, konsumveksten var på 22 prosent. I samme periode økte konsumprisindeksen justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE) med kun 3,5 prosent, eller 0,9 prosent som årlig gjennomsnitt. Dette er godt under inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 prosent. Derfor reduserte Norges Bank styringsrenta til svært lave nivåer i perioden, noe som ga ytterligere næring til konsum, boligetterterspørsel og kreditt- og aktivamarkedene.

De fleste av våre handelspartnere opplevde det samme. Den lave prisveksten i den vestlige verden skyldtes i stor grad lave priser på stadig flere importvarer fra Kina og andre lavkostnadsland. Med disse landenes økte integrasjon i verdenshandelen har de rike landene opplevd et tilbudssidesjokk til sine økonomier. Tilbudssidesjokket har den egenskapen at inflasjonen går ned samtidig som aktivitetsnivået i økonomien øker. Lavere rente for å få inflasjonen opp, økte aktivitetsnivået ytterligere. For stor vekt på prisstabilitet i rentesettingen når økonomien opplever tilbudssidesjokk, har således bidratt til å destabilisere realøkonomien og arbeidsmarkedet, så vel som kreditt- og aktivamarkedene.

Finanskrisen har lært oss at endringer i inflasjonsmålene og strengere reguleringer av kredittmarkedene bør koordineres globalt. Det hadde ikke vært lett for et lite land som Norge, med stor utenrikshandel og sentralisert lønnsdannelse, å avvike betydelig i rentesettingen eller kredittreguleringen i forhold til andre land. Kapitalstrømmene reagerer raskt på forskjeller mellom land, og valutakursene flyter fritt under inflasjonsmålregimer. For eksempel ville en vesentlig høyere rente i Norge enn i andre land, trolig ført til svært sterk kronekurs og problemer for den eksportrettede industrien. Med sentralisert lønnsdannelse hadde det vært vanskelig å få skjermet sektor med på lønnsnormen fra eksportindustrien. Likevel er det også en lærdom fra finanskrisen av relevans for Norge alene. Basert på den pengepolitiske doktrinen gjennomslagskraft i de ulike sentralbankene, ser det for eksempel ut som Norges Bank har vel så mye å lære som andre sentralbanker.

REFERANSER:

- Barro R. J. og R. Gordon (1983): A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, *Journal of Political Economy*, 91, 589-610.
- Bjørnstad, R. og R. Nymoen (2008): The New Keynesian Phillips Curve Tested on OECD Panel Data, *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 2, 2008-23. <http://www.economics-ejournal.org/economics/journalarticles/2008-23>
- Boug, P. (1999a): *Modellering av faktoretterterspørsel i norske næringer*, Rapporter 99/3, Statistisk sentralbyrå.
- Boug, P. (1999b): The Demand for Labour and the Lucas Critique: Evidence from Norwegian Manufacturing, Discussion Papers 256, Statistisk sentralbyrå.
- Boug, P., Cappelen, Å. og Swensen, A. R. (2002): Expectations and Regime Robustness in Price Formation: Evidence from VAR Models and Recursive Methods, Documents 2002/5, Statistisk sentralbyrå.
- Boug, P., Å. Cappelen og A.R. Swensen (2006a): The New Keynesian Phillips Curve for a Small Open Economy, Discussion Papers 460, Statistisk sentralbyrå.
- Boug, P., Å. Cappelen og A.R. Swensen (2006b): Expectations and regime robustness in price formation: evidence from vector autoregressive models and recursive methods, *Empirical Economics*, 31, 821-845.
- Boug, P., Å. Cappelen og T. Eika (2005): Exchange rate pass-through in a small open economy, Discussion Papers 429, Statistisk sentralbyrå.
- Brodin, P.A. og Nymoen, R. (1992): Wealth Effects and Exogeneity: The Norwegian Consumption Function 1966 (1) - 1989 (4), *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 54, 431-545.
- Bårdsen, G., Jansen, E.S. og Nymoen, R. (2002): Testing the New Keynesian Phillips Curve, Working Paper 2002/5, Norges Bank.
- Bårdsen, G., E. S. Jansen og R. Nymoen (2004): Econometric evaluation of the New Keynesian Phillips curve. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 66 Supplement, 671-686.
- Bårdsen, G., Ø. Eitheim, E.S. Jansen og R. Nymoen (2005): *The econometrics of macroeconomic modelling*. Oxford: Oxford University Press.
- Ericsson, N. og J.S. Irons (1995): The Lucas Critique in Practice: Theory without Measurement, i Hoover, K. D. (red.), *Macroeconometrics: Developments, Tensions and Prospects*, Boston, MA, Kluwer Academic Publishers.
- Fair, R. C. (2004): *Estimating How the Macroeconomy Works*, Cambridge, MA: Harvard University Press.

- Friedman, M. (1957): *A Theory of the Consumption Function*. Princeton Univ Press.
- Fuhrer, J. C. og G. D. Rudebusch (2004): Estimating the Euler Equation for Output, *Journal of Monetary Economics*, 51, 1133-1153.
- Galí, J. og M. Gertler (1999): Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis. *Journal of Monetary Economics*, 44(2), 233-258.
- Galí, J., M. Gertler og J. D. López-Salido (2001): European Inflation Dynamics. *European Economic Review*, 45, 1237-1270.
- Galí, J., M. Gertler og J. D. López-Salido (2005): Robustness of the Estimates of the Hybrid New Keynesian Phillips Curve. *Journal of Monetary Economics*, 52, 1107-1118.
- Haavelmo, T. (1969): *Orientering i makro-økonomisk teori*, Universitetsforlaget, Oslo.
- Jansen, E. (2009): Kan formueseffekter forklare utviklingen i privat konsum? kommer i Samfunnsøkonomen, se <http://www.ssb.no/forskning/personer/eja/index.html>.
- Kydland, F. E. og E. C. Prescott (1977): Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, 85, 473-492.
- Leijonhufvud, A. (2008): Keynes and the Crises, *Policy Insight*, 23, Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Lindé, J. (2005): Estimating New-Keynesian Phillips Curves: A Full Information Maximum Likelihood Approach. *Journal of Monetary Economics*, 52, 1135-1149.
- Lucas, R. E. (1976): Econometric Policy Evaluation: A Critique, i Brunner, K. og Meltzer A. H. (red.), *The Phillips Curve and Labor Markets*, Amsterdam: North-Holland.
- Minsky, H. (1982): The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behaviour of the Economy. I Kindleberger, C. P. og J.-P. Laffargue (red.), *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge: Cambridge University Press, 13-29.
- Modigliani, F. (1986): Life cycle, individual thrift and the wealth of nations. *The American Economic Review*, 76(3), 297-313.
- Naug, B. E. (1999): Modelling the Demand for Imports and Domestic Output, Discussion Papers 243, Statistisk sentralbyrå.
- Naug, B. E. og R. Nymoen (1996): Pricing to Market in a Small Open Economy, *Scandinavian Journal of Economics*, 98, 329-350.
- Rogoff, K., (1985): The Optimal Degree of Commitment to a Monetary Target, *Quarterly Journal of Economics*, 100(4), 1169-1190.
- Rudd, J. og K. Whelan (2005): New tests of the New-Keynesian Phillips curve, *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, 52(6), 1167-1181.
- Rudd, J. og K. Whelan (2006): Can Rational Expectations Sticky-Price Models Explain Inflation Dynamics? *American Economic Review*, 96, 303-320.
- Senay, O. (2008): Interest Rate Rules And Welfare In Open Economies, *Scottish Journal of Political Economy*, Scottish Economic Society, 55(3), 300-329.
- Svendsen, I. (1995): Dynamic Modelling of Domestic Prices with Time-varying Elasticities and Rational Expectations, Discussion Papers 151, Statistisk sentralbyrå.
- Svendsen, I. (1996): Empirical Evidence on Expectations, Økonomisk doktoravhandling nr. 28, Sosialøkonomisk institutt, Oslo.
- Svendsen, I. (1998): Rational Expectations in Price Setting: Tests based on Norwegian Export Prices, Discussion Papers 226, Statistisk sentralbyrå.
- Svensson, L. E. O. (1997): Inflation targeting: some extensions, mimeo, IIES, Stockholm University.
- Svensson, L. E. O. (1999): Inflation targeting as a monetary policy rule, *Journal of Monetary Economics*, 43(3), 607-654.
- Taylor, J. B. (1993): Discretion versus Policy Rules in Practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Taylor, J. B. (1996): Policy Rules as a Means to a More Effective Monetary Policy, *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 14(1), 28-39.

STEIN SJØLIE
Direktør i Finansnæringens Hovedorganisasjon, FNH



Statens Pensjonsfond – utland, hva skyldes tapene 2007-2008?

Kritikken mot forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland (SPU) har i den senere tid vært rettet dels mot myndighetenes beslutning om å øke andelen aksjer i fondet, dels mot prinsippet om aktiv forvaltning. Et vel så interessant spørsmål er hvordan det kan ha seg at SPU oppnådde en så dramatisk lavere avkastning på sin forvaltning enn referanseporteføljen det måles mot. Lå det innenfor mandatet som Finansdepartementet har gitt Norges Bank, virkelig en mulighet for å tape så gigantiske beløp?

DRAMATISK MINDRE AVKASTNING ENN REFERANSEPORTEFØLJEN

Etter de første krisemeldingene fra det internasjonale finansmarkedet 2. halvår 2007 oppnådde renteforvaltningen av SPU et resultat for året som helhet som var 1,3 prosentpoeng dårligere enn den referanseporteføljen som Finansdepartementet har gitt for forvaltningen. I 2008 ble det mye verre; avkastningen ble hele 6,6 prosentpoeng dårligere enn referanseporteføljen. Fondet tapte også på aksjeforvaltningen i 2008, men relativt var tapet her mindre, bare 1,3 prosentpoeng dårligere enn referanseavkastningen. I kroner tilsvarer mindreakkastningen i 2008 om lag 70 milliarder. Dette tapet kommer i tillegg til det fondet tapte som følge av den alminnelige markedsnedgangen. Alle tidligere års meravkastning ble spist opp, og mer til.

UNDERVEKT STATSOBLIGASJONER

NBIM (Norges Bank Investment Management), som forestår forvaltningen av SPU, skriver at «Porteføljen hadde en stor undervekt i statsobligasjoner». I praksis betyr det at man har tatt en større risiko enn referanseporteføljen ved å gå i mer risikable papirer. Å redusere i statsobligasjoner og øke i kredittobligasjoner er en klassisk måte å øke risikoen på i en renteportefølje, selvsagt med det formål å øke avkastningen. I oppgangstider gir det som regel positivt utbytte, og i nedgangstider tap. Analytisk ser man at kredittpremier, dvs. rentepåslaget på private obligasjoner sammenlignet med renten på statsobligasjoner, går ned gjennom oppgangsperioden og øker igjen med konjunkturfallet. Over en konjunktursyklus vil strategien normalt gi gevinst. I SPUs årsrapport 2008 er det ikke gjort separat anslag på hvor stor del av tapene i 2007 og 2008 som

tilskrives denne strategien, men overvekten i kredittobligasjoner synes å være plassert i bankpapirer, jf. nedenfor.

INVESTERINGER I BOLIGLÅNSOBLIGASJONER

Amerikanske boliglån er ofte plassert i såkalte Special Purpose Vehicles – SPV, dvs. egne selskaper som banker eller andre har opprettet med det formål å overta utlån. Et SPV er ikke underlagt noen form for kapitalkrav, likviditetskrav eller andre regler, ei heller noen form for tilsyn. Formålet med opprettelsen er ofte å omgå bankreguleringer om soliditetskrav, likviditetskrav, tilsyn etc. Et SPV er som regel finansiert ved utstedelse av obligasjoner og sertifikater, tilrettelagt av den banken som opprinnelig ga lånene. De norske oversettelsene som er benyttet i årsrapporten for fondet er pantesikrede obligasjoner eller panteobligasjoner, men det er egentlig tale om verdipapiriserte utlån. Det spesielle ved amerikanske boliglån er at låntakeren ikke er forpliktet til å gjøre opp for seg hvis han flytter. Boligen er således eneste sikkerhet, ikke som i Norge, der boligen er en tilleggssikkerhet i tilfelle låntakeren ikke er i stand til å gjøre opp for seg. Verdipapiriserte utlån har ofte dårlig likviditet, og i tillegg er prisingen og verddivurdering meget avhengig av rating. Både rating og likviditet er konjunkturavhengig. Ved å gå i disse papirene har man økt risikoen knyttet til konjunkturutviklingen – også kalt makrorisiko. Det tør være allment kjent at ratingen av nettopp amerikanske boliglånsobligasjoner har sviktet og har påført ratingbyråene et betydelig renommétap. Kredittapene må investorene likevel bære selv. Ifølge SPU's årsrapport 2008 tilskrives 40 % av mindreavkastningen overvektningen i de amerikanske boliglånsobligasjonene.

PENGEMARKEDSPLOSSERINGER, PORTEFØLJE-GEARING

I SPU's årsrapport kan man videre lese: «NBIM har lånt ut verdipapirer og reinvestert kontanter som er blitt stilt som sikkerhet ved slike utlån, til en høyere rente i ulike pengemarkedsplasseringer». Dette er en økning av risikoen som kalles gearing. Man sier at man låner ut verdipapirer og får kontanter som motytelse, mens det reelt er det samme som å låne med sikkerhet i verdipapirer. Pengene er brukt til å investere i flere rentebærende verdipapirer, dvs. mer av det samme. Det fremkommer ikke av det mandat som Finansdepartementet har gitt, at fondet har adgang til å låne. Ifølge årsrapporten er «belåning av por-

teføljen .. avviklet i samtlige mandater». Portefølje-gearingen har bidratt med 10 % av mindreavkastningen.

FORDRINGER PÅ BANKER

Fondet har hatt en overvekt på banksektoren. Blant annet har man investert i «den mest risikoutsatte delen av bankenes gjeldsfinansiering», hvilket må bety ansvarlige lån. Dette er noen av de mest konjunkturutsatte rentepapirene – altså nok en makrorisiko. Videre har fondet «hatt store posisjoner» i obligasjoner med fortrinnsrett (utstedt av banker og kredittforetak i Europa), som «et alternativ til å eie statsobligasjoner». Samlet forklarer overvektning i bankpapirer «nær en tredjedel av mindreavkastningen i renteforvaltningen», jf. rapporten.

RENTEBYTTEAVTALER, DERIVATER

Fondet har adgang til å benytte derivater i forvaltningen, noe som i seg selv innebærer en økning i visse risikofaktorer, herunder operasjonell risiko, motpartsrisiko og likviditetsrisiko. For øvrig kan derivater benyttes både til å redusere og øke risikoen. Fondet har benyttet rentebytteavtaler for å ta økt risiko i renteforvaltningen, tilsvarende som med gearing. Under tilbakeslaget fra annet halvår 2007 har strategien påført fondet tap, «om lag 10 % av tapene i renteforvaltningen», og NBIM rapporterer at «forvaltningsstrategien ble avviklet i 2008».

REALRENTEOBLIGASJONER

NBIM rapporterer at fondet «har hatt store posisjoner i realrenteobligasjoner i en rekke markeder». Dette kan også ansees som en risikoøkende strategi med sikte på meravkastning i en oppgangskonjunktur. Hvis de gode tidene fortsetter, vil man etter hvert få tiltakende inflasjon, og realrenteobligasjonene gir da gevinst sammenlignet med de fastrenteobligasjonene som ligger i indeksen. I den nåværende nedgangskonjunktur har dette gitt tap, «om lag 10 % av resultatet i renteforvaltningen».

LIKVIDITETSPREMIER

Likviditetsrisiko er ikke eksplisitt behandlet i Finansdepartementets mandat til Norges Bank. Om dette skyldes at man har oversett risikoen eller ikke tillagt den noen egen vekt, vites ikke. Den er derimot gitt omtale i SPU's årsrapport 2008: «Store posisjoner som ble bygget opp i

en situasjon der premien på likviditet og kreditt var lav, viste seg å falle samtidig i verdi når markedet ble drevet av store skift i verdsettingen av disse risikofaktorene». Likviditeten i store deler av kredittobligasjonene er nå så dårlig at NBIM har besluttet å legge papirene i en egen portefølje og holde dem til forfall. At Norges Bank og Finansdepartementet etter dette nå går inn for å utvide investeringsuniverset til flere fremvoksende markeder, unoterte aksjer og eiendom, virker ikke betryggende.

OPPSUMMERING

Konklusjonen på denne gjennomgangen er at NBIM har benyttet et lite utvalg risikookkende makrostrategier, for å skape meravkastning i renteforvaltningen. Ved det kraftige konjunkturtilbakeslaget har alle strategiene påført fondet tap. Av mindreavkastningen i renteforvaltningen skyldes 40 % plasseringene i amerikanske boliglånsobligasjoner, vel 30 % knyttes til overvekt i banksektoren, 10 % skriver seg fra realrenteobligasjoner, mens resten skyldes

portefølje-gearing og handel i rentederivater. I sum er fondet påført meget store tap. Strategiene står i sterk kontrast til det uttalte målet om mange, små, uavhengige posisjoner.

Det elendige resultatet er ikke en nødvendig konsekvens av at fondet driver aktiv forvaltning. Aktiv forvaltning er ikke det samme som å øke risikoen i porteføljen. I sin mest rendyrkede form går aktiv forvaltning bare ut på å velge de beste verdipapirene i det store universet som oppdragsgiveren har definert. Det betyr at man skal analysere utstederne og deres utstedte papirer, og velge de som, hensyn tatt de ulike risikofaktorer, gir best betalt. Når året er omme, vil den beste forvalteren ha slått markedet, men det ligger i sakens natur at middelhavsfareren ikke vil være bedre enn gjennomsnittet! Det NBIM har gjort, er å ta noen enkelte, store veddemål på makroøkonomien. Disse veddemålene har gjennom flere år gitt pene gevinster (og bonuser), men i 2008 har de rammet SPU med full tyngde.

ANNONSE

FLYTTEPLANER?

Vi vet ikke om våre abonnenter flytter mer enn andre, men det virker slik. Hver måned får vi tidsskrifter i retur fordi adressaten har flyttet. Spar oss for ekstra porto og deg selv for forsinkelser.

Meld flytting per telefon 22 31 79 90/telefaks 22 31 79 91,
e-post: sekretariatet@samfunnsokonomene.no eller skriv til oss.

Navn:

Ab.nr./medl.nr:

Ny adresse:

SAMFUNNSØKONOMENES FORENING Postboks 8872 Youngstorget • 0028 OSLO



JAN ANDREASSEN
Sjeføkonom i Terra Gruppen

Nye retningslinjer for nye tider

Norge bør nå ståls sette seg for en ny tid med svak økonomisk vekst og lav kapasitetsutnyttning hos våre handelspartnere. Dette kan føre til svært lav inflasjon og renter i våre naboland. Vedvarende lavere inflasjon internasjonalt krever justeringer av det norske inflasjonsmålet. Samtidig taler et endret risikobilde for at aksjeandelen i oljefondet bør reduseres og at bruken av oljepenger bør reduseres. Formuesskatten bør også reduseres hvis også de norske rentene forblir lave lenge.

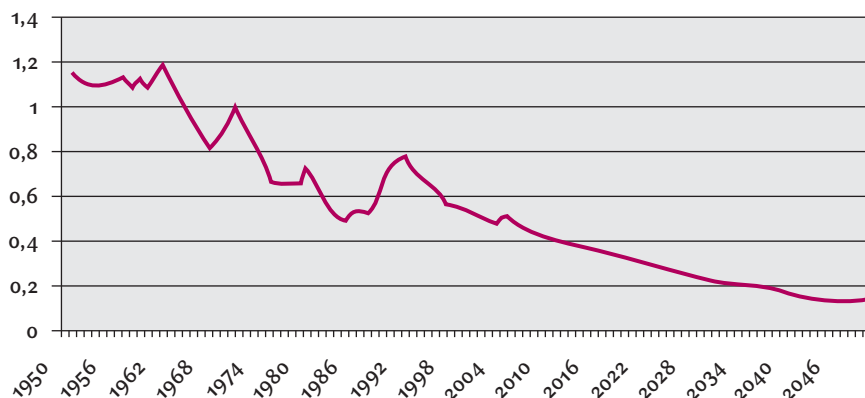
FALLENDE TRENDVEKST HOS VÅRE HANDELSPARTNERE

Den økonomiske trendveksten i OECD-området blir trolig lavere i årene fremover enn det vi har vært vant med, på grunn av lavere vekst i tilgangen på innsatsfaktorer. Med trendvekst menes her den vekst som gir stabil kapasitetsutnyttning. Veksten i økonomiens viktigste innsatsfaktor,

arbeidskraften, har gått ned på grunn av fallende ferilitetsrater, se figur 1. Også i årene som kommer ventes befolkningsveksten å avta. Dagens relativt små ungdomskull reduserer økonomiens fremtidige vekstevne.

Det er imidlertid ikke bare tilgangen på arbeidskraft som vil vokse mindre enn før. Også tilførselen av kapital til risi-

Figur 1 Befolkningsvekst i % per år for sum av utvalgte OECD-land USA, Kanada, Japan, Sveits og 15 vestlige EU-land.



Kilde: Reuters Ecowin

Tabell 1 Kapasitetsutnyttning ved OECDs mål på «Output Gap»; avvik mellom faktisk og potensiell BNP

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kanada	-3,0	-4,2	-4,2	-2,0	-2,0	-3,4	-2,4	-1,5	0,7	2,6	1,2	1,2	0,3	0,6	0,8	1,3	1,6	0,3	-5,6	-7,3
Frankrike	1,7	1,1	-1,3	-1,0	-0,7	-1,7	-1,6	-0,3	0,5	1,9	1,2	0,1	-0,7	-0,3	-0,1	0,7	0,9	-0,2	-5,3	-7,1
Tyskland	1,2	1,0	-1,7	-0,7	-0,5	-1,2	-1,0	-0,8	-0,4	1,6	1,6	0,3	-1,2	-1,6	-1,8	0,1	1,2	0,7	-5,9	-7,2
Italia	0,9	-0,2	-2,9	-2,5	-1,5	-2,3	-2,0	-2,1	-2,2	0,1	0,6	0,0	-0,9	-0,5	-0,7	0,1	0,3	-1,9	-7,3	-8,9
Japan	4,2	2,7	0,9	0,3	0,5	1,8	2,2	-1,1	-2,4	-0,6	-1,6	-2,5	-2,4	-1,2	-0,5	0,3	1,5	-0,3	-7,9	-9,6
Storbritannia	0,1	-1,8	-2,1	-0,9	-0,9	-1,1	-0,8	-0,2	0,2	1,1	0,7	0,1	0,3	0,5	0,0	0,4	1,3	0,2	-5,0	-7,0
USA	-1,7	-1,4	-2,0	-1,3	-2,2	-1,9	-0,9	0,0	1,3	2,2	0,3	-0,5	-0,5	0,6	1,0	1,2	0,7	-0,7	-6,8	-8,5
Euro-området	1,5	0,7	-2,0	-1,6	-1,2	-1,8	-1,4	-0,8	-0,1	1,6	1,3	0,2	-0,9	-0,9	-0,9	0,2	0,8	-0,4	-6,3	-8,2
Total OECD	0,2	-0,4	-1,8	-1,2	-1,3	-1,3	-0,6	-0,4	0,2	1,5	0,4	-0,5	-0,9	-0,1	0,1	0,7	1,0	-0,4	-6,5	-8,5

kofylte prosjekter vil kunne reduseres. Etter store verdifall på børsene vil avkastningskravene til egenkapital kunne forbli høye, fordi historiske børstap øker kravet til fremtidig kapitalavkastning. Næringslivet i de fleste land vil i fremtiden måtte betale høyere kredittmarginer enn før finanskrisen. Tapene for kreditorer under finanskrisen var uventet store, og mange banker ser i ettertid at de i den siste høykonjunktoren ga for billige lån til konjunkturutsatte bedrifter. Klokere av skade vil også bankene bli mer restriktive med å låne ut midler til konjunkturutsatte næringer.

REDUSERT PRODUKTIVITETSVEKST

Det er alltid vanskelig å anslå framtidig innovasjon og teknisk fremgang, men jeg frykter at også produktivitsveksten vil bli lavere enn før. På 1990-tallet fikk vi internett som kunne brukes bredt og vidt takket være bredbånd, fiberoptiske kabler og mye ny programvare for datamaskiner. Mobiltelefoner og andre teknologiske nyvinninger kom på løpende bånd. Det er godt mulig vi får tilsvarende nyvinninger de neste årene, men hvis så ikke skulle skje, vil det bidra til en nedgang i produktivitsveksten. Det kan derfor være fornuftig å basere seg på at innovasjonstakten fremover blir lavere enn det vi har sett i vår nære fortid. Mye av den målte produktivitsveksten skyldes ikke teknologiske nyvinninger og flytting av teknologi-fronten, men utskiftning av gamle teknologier til nyere teknologier.

I de senere år kan også handelsliberaliseringer og spesielt åpningen mot Kina ha betydd mye for den globale produktivitsveksten. Eksempelvis kunne tusenvis av kinesiske bedrifter øke produktiviteten da de fikk tilgang til nye teknologier fra vesten. Også for vestlige land var åpningen mot Kina viktig. Mange produsenter i OECD-

området måtte skjerpe sin effektivitet for å hindre flytting til Kina. Vi fikk en ny arbeidsdeling. Europeiske og amerikanske bedrifter satset i økende grad på avanserte produkter med høy merverdi, mens rent samlebandsarbeid ble flyttet til Kina og andre lavkostland. På horisonten er det vanskelig å skimte noe nytt dramatisk skifte i produksjonsforholdene som kan motsvare de omstillingene og produktivitsgevinstene åpningen mot Kina har gitt oss.

KAPASITETSUTNYTTINGEN UTE VENTES Å FALLE TIL ET HISTORISK LAVMÅL

Finanskrisen har ledet til sterkt stigende arbeidsledighet og dramatiske fall i kapasitetsutnyttningen i mange land. I en viss forstand er vedvarende lav kapasitetsutnyttning et uttrykk for en mislykket økonomisk strategi. Det normale bør være nærmere full kapasitetsutnyttning og sysselsetting. Norsk økonomi ser ikke ut til å komme i nærheten av dette i overskuelig fremtid. Av tabell 1 ser vi at også de andre OECD-landene venter lav kapasitetsutnyttning neste år, og klart lavere enn på 1990-tallet. Det vil ta flere år med konjunkturoppgang før kapasitetsutnyttningen stabiliseres.

Mye ledige kapasitet i mange næringer vil dempe inflasjonspresset i hele OECD-området. Med svært lav inflasjon, mye ledig kapasitet og høye kredittpremier vil det bli fornuftig å holde lave sentralbankrenter flere år fremover i store deler av OECD-området.

INFLASJONSMÅLET BØR SENKES HVIS KAPASITETS-UTNYTTINGEN UTE FORBLIR LAV

Vårt inflasjonsmål er et absolutt mål på 2,5 %. Er det klokt å holde på dette, hvis våre handelspartnere får sterk nedgang i sin inflasjon? Nær halvparten av elementene i kon-

sumprisindeksen er importert, og også i de resterende delene av indeksen finnes det sterke spor av internasjonale konjunkturer. Det er ikke rimelig å føre en pengepolitikk som om intet har skjedd, om den forventede inflasjonen forblir mye lavere ute enn det som ble lagt til grunn da målet ble lansert. Det eneste vi kan påvirke er jo differansen mellom prisveksten hjemme og ute. Jo kaldere det blir ute, desto mer må vi la det koke over i norske næringer som direkte kan prege indeksen. I virkeligheten har vi bare en sektor som veier tungt nok i KPI: Husleier. Beregnede og betalte husleier utgjør nå omlag en fjerdedel av Norges kjerneinflasjon. Oppnåelse av inflasjonsmålet på 2,5 % i en verden med lav kapasitetsutnyttning og inflasjon ute krever derfor en overopphetning av boligmarkedene her hjemme, hvilket neppe var formålet med inflasjonsmålet. Et fast nominelt anker er heller ikke i tråd med norske tradisjoner. Bjørnstad, Cappelen og Nymoen (2009) har en god gjennomgang av inflasjonsforventningenes rolle:

”Her vil vi minne om et annet perspektiv, nemlig at det nominelle forløpet i lange perioder de facto har vært forankret i sentralisert lønnsdannelse med industrien som lønnsleder. Dog ikke i forhold til et absolutt mål, men i forhold til inflasjonen i utlandet. I tråd med ankeranalogien kan vi si at Den norske modellen har sørget for i alle fall et nominelt drivanker, og at dersom inflasjonen ute varierer rundt en stabilt langsiktig rate, så befestes også den innenlandske inflasjonen mer absolutt.”

Etter mitt syn er en senking av inflasjonsmålet, eller et om-dannet inflasjonsmål uttrykt i relative termer, uunngåelig.

AKSJEANDELEN I STATENS PENSJONSFOND - UTLAND

Erfaringsene fra investeringsvirksomheten til Statens pensjonsfond - Utland har ikke vært gode. Så langt hadde vi vært bedre tjent med å holde pengene på bankkontoer eller i bankbokser fremfor å plassere midlene i aksjemarkedet. Tapene er betydelige. Det er imidlertid farlig å bare se i bakspeilet når investeringsstrategier skal velges.

Det er nå godt håp om at en langvarig periode med ekspansiv pengepolitikk kan løfte verdens børser. Sammenlignet med den lave avkastningen på statsobligasjoner ser nå de fleste aksjemarkeder ut til å være rimelig priset. En re-prising av aksjemarkedene som følge av endrede risikofrie renter gir imidlertid ikke varig høyere

vekstrater for bedriftenes inntjening. Det som uroer meg mest er ikke de historiske tapene i bedriftene, men et fremtidsscenario hvor beskjeden trendvekst hos våre handelspartnere kombineres med vedvarende lav kapasitetsutnyttning. Det gir ikke gode utsikter for næringslivets kapitalavkastning.

Noen vil si at lavere forventet økonomisk vekst ikke betyr noe for aksjeandelen i våre utenlandsfond, fordi avkastningen på alle investeringer (også alternativene til aksjer) vil falle i en lavvekstperiode. Lav kapasitetsutnyttning bør imidlertid påvirke vår allokering av kapital. Selv små fall i kapasitetsutnyttningen kan gi sterk nedgang i bedriftenes marginer. Konkurransen om ledige oppdrag blir tøffere jo flere som kan by på nye anbud. Vedvarende og bredt basert ledig kapasitet er ødeleggende for både bedriftenes fortjeneste, kredittverdighet og aksjekurser.

Litt mer spekulativt vil jeg også påstå at lavere marginer i næringslivet og dets innovasjonstakt henger sammen. Får vi av en eller annen grunn en langvarig periode med relativt lite innovasjon og derigjennom lav produktivitetsvekst, vil mange bedrifters marginer presses.

Det finnes ikke fasitsvar på hvor mye risiko investorer bør ta. Praksis vil i stor grad avhenge av investorens subjektive holdning til risiko. Gitt faren for svake resultater for næringslivet i mange land vil jeg selv stemme for å redusere aksjeandelen i Statens pensjonsfond - Utland og akseptere lavere forventet avkastning på våre oppsparte midler. Vi har lidd store tap, og utsiktene er ikke de beste. Andre kan være mer risikovillige. Lavkonjunkturer har tross alt ofte vist seg å være gunstige tidspunkter for aksjekjøp.

BRUKEN AV OLJEPENGER MÅ NED

Handlingsregelen for bruken av oljepenger må trolig legges om hvis vi skal ta en kommende lavvekstperiode i OECD-området på alvor. Det er ikke hvor mye som er oppspart som er det kritiske, men hvor stort uttak vi kan ta fra vår petroleumsformue. Det triste med fjoråret var at vi *både* fikk redusert størrelsen på formuen og dens forventede avkastning, samtidig som vi økte bruken av oljepenger.

I utgangspunktet var 4 % regelen for bruk av Statens pensjonsfond - Utland en forsiktig regel. Formuen som ligger i bakken holdes jo utenom beregningsgrunnlaget. Over tid

gir regelen en mer aggressiv bruk av oljepenger da stadig større deler av formuen transformeres fra hydrokarboner til verdipapirer. Hvis vi forutsetter at kapitalavkastningen trender ned, er det åpenbart at 4 % av et stadig større beregningsgrunnlag innebærer en gradvis hardere tapping av oljeformuen. Risikobildet tilsier nå at denne trenden bør reverseres, og vi heller bør være mer forsiktig med pengebruken enn vi har vært.

FORMUESSKATTEN

Skattesystemet gjør oss sårbare for finansiell ustabilitet hvis rentenivåene ute forblir lave og trekker de norske rentene ned til tilsvarende lave nivåer. Dette fordi formuesskatten biter hardt på bankkontoene når innskuddsrentene er nær null. Pensjonister blir fort desperate etter avkastning når de regelrett taper på å holde formue i banken. De senere års salg av kontroversielle spareprodukter til pensjonister ble trolig stimulert av et regime med høy formuesskatt og lave renter.

Et regime med vedvarende lav avkastning på sparemidler har i andre samfunn og i andre tider gitt opphav til en rekke uheldige investeringsmiljøer. I noen land har det til og med bidratt til oppstarten av gråmarkeder som unndras

regulering og beskatning. Slike miljøer truer den finansielle stabilitet. Blir perioden med lave renter langvarig, bør vi revurdere formuesskatten både av hensyn til folks spareferd og av hensyn til den finansielle stabilitet.

AVSLUTTENDE MERKNADER

Poenget med disse betraktningene er ikke å male fanden på veggen. Det går oss bare ordentlig ille hvis vi baserer vårt samfunn på optimistiske prognoser som viser seg å slå feil.

Vi må ta på alvor at OECD-området vil kjennetegnes av svak vekst og lav kapasitetsutnyttning i flere år fremover. Inflasjonsmålet bør justeres, oljepengebruken må ned og en forsiktig investor vil ønske seg lavere aksjeandel i Statens pensjonsfond – Utland.

REFERANSER:

Bjørnstad, R, Å. Cappelen, R. Nymoen (2009): Pengepolitikk og Inflasjonsforventinger, Samfunnsøkonomen nr. 2

OECD (2008): Economic Outlook nr. 84

OECD (2009): Economic Outlook, Interim Report 31. March 2009

**Er du medlem av Samfunnsøkonomenes Forening,
vil vi gjerne ha din e-post adresse.**

Send på e-post til:

nina.risasen@samfunnsokonomene.no

L. Helland og R. J. Sørensen:

Demokrati og effektivitet

Universitetsforlaget, 2008

ANMELDT AV RUNE JANSEN HAGEN

Institutt for økonomi, Universitetet i Bergen

I løpet av de siste 30 årene har politisk økonomi vokst fra å være et tema for spesielt interesserte (les: Public Choice-skolen) til et av de mest aktive forskningsfeltene for økonomer. Artikkelen som ga startskuddet til denne utviklingen var "Rules rather than Discretion" av Kydland og Prescott, som dannet en del av grunnlaget for at de i fellesskap fikk Nobelprisen. Selv om det ikke er mye politikk der, førte den for det første til fornyet oppmerksomhet om betydningen av institusjoner for styring av den økonomiske politikken. Etter hvert har dette ledet til mer uavhengighet for sentralbankene i mange land, samt at inflasjonsstyring har fått en dominerende posisjon som ramme for pengepolitikken. Det er få andre felt innenfor økonomi hvor forskning har hatt en så direkte og omfattende betydning for politikkkutforming, i alle fall i nyere tid.

I kjølvannet av debatten om regler og handlefrihet i den økonomiske politikken, fattet økonomer etter hvert også interesse for hvordan politiske prosesser og institusjoner former andre typer økonomisk politikk. Mens vi for 30 år siden kun hadde en normativ teori for økonomisk politikk, har vi i dag (altfor) mange positive teorier. Det finnes en rekke bøker som sammenfatter hele eller deler av den mangslungne og fremdeles raskt voksende litteraturen på feltet. De mest kjente er vel Drazens

Political Economy in Macroeconomics, Persson og Tabellinis *Political Economics*, Muellers *Public Choice III* og Besleys *Principled Agents*. De første tre er mursteiner i klassisk amerikansk læreboktradisjon. De er også for teknisk krevende for dagens norske studenter på

Demokrati og effektivitet har mange fordeler.

lavere nivå. Muellers bok kan brukes i et masterkurs, men er noe gammeldag i formen. *Principled Agents* har omtrent samme vanskelighetsgrad i de formelle analysene, men er litt snever i tematikken som tas opp. Jeg var derfor i beit for en god lærebok til mitt bachelor-kurs i politisk økonomi helt til jeg fikk vite at Helland og Sørensens bok kom ut i tide til at jeg kunne sette den på pensumlisten.

Demokrati og effektivitet har mange fordeler. For det første er den på norsk, noe studentene setter pris på til tross for at de angivelig har fått "New Norwegian" inn med morsmelken. For det andre har den jevnt over riktig nivå for et andreårskurs på bachelor-nivå. De formelle modellene står i rammer, mens begrepene og ideene blir forsøkt formidlet i hovedteksten, gjerne i tilknytning til figurer. Det er riktignok noen

ganger krevende å skulle gjengi modellresonnementer kun med ord og bilder. For eksempel skriver forfatterne på side 97 at valg kan virke som en disiplineringsmekanisme eller en seleksjonsmekanisme, men at velgerne står overfor en avveining: Mer av den ene gevinsten (politikernes jobber hardere) betyr mindre av den andre (mindre kraftig utlukking av genuint dårlige politikere). Jeg antar at det også er noen av studentene som har problemer med å forstå hva problemet er: Hvis alle politikere kan spores til større innsats, er det vel mindre grunn til å sortere dem? Men det er nok et eksempel på et uunngåelig dilemma. Og bruken av rammer gir også muligheter for å ta de vanskeligste modellene (for eksempel gjentatte spill) ut av pensum på en enkel måte. De som jeg synes studentene bør lære, går jeg igjennom på tavlen. Det er vanligvis formell analyse som er den store bøygen for dagens studenter, men når de har en leservennlig tekst og får stegene i modellene presentert på forelesning øker forhåpentligvis sannsynligheten for at de forstår både intuisjon og metodikk.

En tredje positiv side ved boken er kapittelstrukturen. Helland og Sørensen har anlagt et aktørperspektiv. Etter innledningskapitlet følger to kapitler om partikonkurranse. Så kommer kapitler om folkevalgte forsamlinger, interesse-

grupper, politiske partiers indre liv og systemiske rolle, byråkratiet og kommunene. Boken rundes av med et kapittel som ikke passer inn i denne strukturen, hvor blant annet problemer knyttet til den økonomiske politikkenes troverdighet drøftes. Totalt sett kommer teksten på ca. 275 sider eksklusive referanser og indeks, noe som omtrent utgjør et passelig pensum for et bachelor-kurs.

Det vil selvsagt som oftest være slik at man selv hadde gjort noen andre valg enn det forfatterne av en lærebok har landet på. Personlig kunne jeg for eksempel tenkt meg et eget kapittel eller to om makroøkonomiske problemstillinger, som nå avspises med noen avsnitt i kapittel 9. Kapittel 1 inneholder et slags appendix som heter «Noen formelle definisjoner». Tanken bak dette er vel at studentene kan få en rask oppfrisking av grunnleggende stoff som de har hatt tidligere eller i alle fall et første møte med viktige begreper som Nash-likevekt. Men jeg ser liten grunn

Den eneste betydningsfulle mangelen ved bokens struktur er fraværet av et eget kapittel om velgeratferd.

til at de skal lese om nyttefunksjoner og nytteforventningsteoremet i en bok i politisk økonomi. Utvalget synes litt sært på undertegnede, og det hadde holdt med en introduksjon av det som er direkte «matnyttig» ved første anledning i de etterfølgende kapitlene. Stoffet om rollene som politiske partier spiller kunne man vel også integrert i et av kapitlene om partikonkurranse, eller i alle fall plassert rett etter disse.

Dette er imidlertid enten en smakssak eller småprik. Den eneste betydningsfulle mangelen ved bokens struktur er fraværet av et eget kapittel om velgeratferd. Medianvelgerteoremet, som i boken først introduseres i konteksten av partikonkurranse, er jo opprinnelig et

teorem for avstemninger i grupper. Selv om det anvendes slik senere i boken når folkevalgte forsamlinger drøftes, er det mer logisk for undertegnede å starte med denne grunnsteinen (noe jeg derfor gjorde på forelesning). Forfatterne eget valg av vinkling, nemlig at selv innenfor rammen av demokratiske institusjoner bør en velge styringsordninger som fremmer effektivitet, setter velgerne i fokus helt fra begynnelsen av boken. Da burde man i større grad ha diskutert hva som bestemmer deres atferd – hvorvidt de avlegger stemme eller ikke, hvordan de beslutter hvilket politisk alternativ de skal stemme på og

Boken hadde også hatt godt av en runde til i kvalitetskontroll.

hva som blir resultatet. Det er riktignok her grunnpremisset i moderne politisk økonomi – at individer er instrumentelt rasjonelle – utfordres i sterkest grad. I mange analyser hopper en derfor bukk over problemene ved å forutsette at alle velgere stemmer på sitt førstevalg uten å skjele til hva andre kan forventes å gjøre. Likevel synes jeg det hadde vært bedre å gi studentene et innblikk i problematikken, og heller brukt den som et utgangspunkt for debatt.

Boken hadde også hatt godt av en runde til i kvalitetskontrollen. Det er veldig mange trykkfeil. I ramme 3.2 på side 87 maksimerer politiske partier forventede «rents», men på neste side er sannsynligheten for å vinne valget blitt til partienes andel av mandatene. Selv om den slags til en viss grad er uunngåelig i førsteutgaven av en lærebok på et norsk forlag, kan spesielt notasjonsfeil fort vippe studenter som ikke er så sterke på formalanalyse av pinnen. Forfatterne burde derfor også lagt mer vekt på god og konsistent notasjon; i Ramme 5.4 brukes for eksempel P_i om både det politiske presset som bedrift is bruk av ressurser på lobbyisme skaper og om

sannsynligheten for at den vinner en monopolrettighet i konkurranse med andre bedrifter som opptrer på samme måte. Det er videre en god del regnefeil som kan forvirre studentene. Disse burde det ha vært enkelt å luke ut ved en nøyere gjennomlesing før manuskriptet gikk i trykken. Som foreleser ønsker man å bruke tiden på noe annet enn å gjøre studentene oppmerksomme på «dagens feil».

Mest alvorlig synes undertegnede likevel at konklusjonene noen steder er feilaktige. Forfatterne har fått mye mediedekning i det siste for sin analyse av norske politikeres veibevilgninger. Jeg håper de har brukt en annen variant av svingvelgermodellen enn den som står i ramme 2.3, for der avhenger ikke tilbudet av lokale kollektive goder av antallet mandater per velger i en valgkrets selv om det motsatte hevdes. Et annet eksempel forekommer i ramme 5.3, hvor folkevalgte representanters bidrag til et kollektivt gode studeres. Først analyseres tilfellet hvor hver enkelt representant agerer på egenhånd, deretter åpner en for grupper av representanter (partier). Slik modellen er satt opp, er det imidlertid ikke riktig at dersom den største gruppen binder sine medlemmer til å bidra til fellesgodet vil de andre gruppene følge etter. Både nytte- og produksjonsfunksjonene er lineære, og hver gruppes optimale beslutning er dermed uavhengig av hva andre grupper vedtar. Selv om det er relativt enkelt å avdekke disse manglene ved analysen slik den fremkommer i boken, svekker de studentenes mulighet for å forstå stoffet på egenhånd, før det gjennomgås på forelesning. Og er en ikke på vakt eller har det for travelt, og dermed ukritisk aksepterer teksten, risikerer en som foreleser uvitende å «godkjenne» feilene.

I sum utgjør *Demokrati og effektivitet* likevel et viktig bidrag til samlingen av norske lærebøker i økonomifaget. Hvis forfatterne sørger for å luke ut de grøveste feilene ved neste korsvei kan den reviderte utgaven holde stand som pensumbok på mitt kurs i mange år.



Enkelt oppgjør etter skade

1. januar 2009 etablerte vi DnB NOR Skadeforsikring med et mål om å bli best der det virkelig gjelder – på selve skadeoppgjøret. Hvor god din forsikring egentlig er vet du først når skaden inntreffer. Din forening har i tillegg forhandlet frem våre beste priser.

Ring Medlemsrådgiveren 04700 valg 2, eller kom innom et av våre bankkontorer for medlemstilbud. Sjekk også din forenings nettside.

DnB NOR

B-PostAbonnement

Retur: Samfunnsøkonomenes Forening
PB. 8872 Youngstorget
0028 OSLO

