

*Ådne Cappelen og Torbjørn Eika*

**2000-tallet: Fra optimisme til krise**

---

*Rapporter* I denne serien publiseres analyser og kommenterte statistiske resultater fra ulike undersøkelser. Undersøkelser inkluderer både utvalgsundersøkelser, tellinger og registerbaserte undersøkelser.

© Statistisk sentralbyrå, mars 2010]	<b>Standardtegn i tabeller</b>	<b>Symbol</b>
Ved bruk av materiale fra denne publikasjonen skal Statistisk sentralbyrå oppgis som kilde.	Tall kan ikke forekomme	.
	Oppgave mangler	..
	Oppgave mangler foreløpig	...
	Tall kan ikke offentliggjøres	:
	Null	-
ISBN 978-82-537-7801-3 Trykt versjon	Mindre enn 0,5 av den brukte enheten	0
ISBN 978-82-537-7802-0 Elektronisk versjon	Mindre enn 0,05 av den brukte enheten	0,0
ISSN 0806-2056	Foreløpig tall	*
Emne: 08.05	Brudd i den loddrette serien	—
Trykk: Statistisk sentralbyrå	Brudd i den vannrette serien	
	Desimaltegn	,

## Forord

2000-tallets ti første år er nettopp ferdig og vi benytter anledningen til å beskrive en del hovedtrekk ved den økonomiske utviklingen i perioden. Det har vært en spennende periode, hvor stemningen har skiftet fra sterk optimisme om ”ny økonomi” til nær bunnløs fortvilelse i finanskrisens kjølvann. Norsk økonomi har i deler av ti-året opplevd en kraftig vekst, en eventyrlig bedring i bytteforholdet med utlandet og har så langt klart seg relativt bra gjennom finanskrisen. I skrivende stund ser verdensøkonomien ut til å være på bedringens vei. En krise for det private finansvesen har etter at dette ble reddet av myndighetene, blitt til en budsjettkrise i mange land. Veien ut av denne krisen kan bli vanskelig.

Rapporten er delvis finansiert av Folketrygdfondet og en artikkel basert på dette arbeidet trykkes i Folketrygdsfondets årsmelding. Takk til Roger Bjørnstad, Torbjørn Hægeland og Tore Lindholt, for kommentarer til tidligere utkast.



## Sammendrag

Norsk økonomi har i deler av det første tiåret på 2000-tallet vokst kraftig og fått ekstra drahjelp gjennom en meget gunstig utvikling i bytteforholdet med utlandet. Økonomien har også klart seg relativt bra gjennom finanskrisen, godt hjulpet av en aktiv finanspolitikk og penge- og kredittpolitikk som ga vesentlige bidrag til å begrense nedturen. En relativ nøktern forvaltning av petroleumsinntektene har vært en av nøklene til at det har gått såpass bra. Petroleumsvirksomheten har så langt også hatt en stabiliserende virkning på fastlandsøkonomien. At Norge i utgangspunktet har en relativt stor offentlig sektor som har vokst ytterligere under krisen, har også bidratt til at BNP-nedgangen her til lands har vært mindre enn i de aller fleste europeiske land.

I skrivende stund ser verdens økonomier, inkludert den norske, ut til å være på bedringens vei, men veien framover blir vanskelig. Særlig i land hvor myndighetenes redningsaksjoner overfor finansvesenet har kostet mye og hvor krisen har vært stor, slik at budsjettbalansen har blitt svært negativ, kan utviklingen framover bli preget av stagnasjon.

Den sterke veksten i kinesisk økonomi har vært en viktig faktor bak bedringen i bytteforholdet med utlandet. Utviklingen i Kina er imidlertid også noe av opphavet til bekymringsfulle ubalanser i verdensøkonomien.

Norge fikk i 2001 nye politikkregler. Disse har vist seg som nyttige hjelpemidler i utformingen av den økonomiske politikken. Virkeligheten er imidlertid mer kompleks enn hva de stiliserte tankeskjemaene knyttet til reglene fanger opp. Økonomer og politikere har derfor fremdeles en viktig rolle å spille i den løpende politikktøvelsen, ikke bare gjennom regelutformingen.

## Abstract

The Norwegian economy experienced rapid economic growth during the first decade of the 21st century. Growth was stimulated by gains in the terms of trade. The economy has so far done comparatively well during the recent financial crises due to active fiscal and monetary policies that moderated the decline in GDP in 2009. A conservative management of petroleum incomes is one of the factors that help explain the comparative success in recent years. The petroleum sector has helped stabilise the mainland Norwegian economy by a steady growth in demand for inputs. A large and growing public sector has also moderated the decline in GDP.

The world economy now seems to be moving out of the recession. However, there are difficulties ahead, particularly in those countries where the rescue of the financial sector has been very expensive and turned the financial crises into a fiscal crisis.

An important factor behind the terms of trade gain for Norway has been the rapid growth of the Chinese economy. This growth is accompanied by large imbalances in world trade that is not sustainable.

In 2001 Norway introduced new policy rules for fiscal and monetary policies. These have proved to be quite useful tools in the recent crisis. However, these rules have not been sufficient during the financial crises and discretionary policies were necessary. Reality is more complex than stylized models can hope to capture. So there are still need for economists and politicians in managing macroeconomic crises.

## Innhold

Forord.....	3
Sammendrag.....	5
Abstract.....	6
1. Innledning – noen erfaringer fra 1990-tallet .....	8
2. Endringer i internasjonale rammebetingelser på 2000-tallet .....	10
3. Nye regler for økonomisk politikk i Norge.....	13
4. Norsk økonomi på 2000-tallet – konjunkturutviklingen.....	16
5. Norsk økonomi på 2000-tallet – tilbudssiden .....	25
6. Finanskrisen.....	28
7. Avslutning .....	34
Referanser.....	35
Vedlegg A: Tabell .....	36
Figurregister .....	37
Tabellregister.....	37

## 1. Innledning – noen erfaringer fra 1990-tallet

Ved inngangen til 1990-tallet var verden - slik vi hadde opplevd den i det ”korte århundre” fra 1917-1989<sup>1</sup> – i sterk forandring. Oppløsningen av Sovjetunionen og Warszawa-pakten innebar at den ”andre verden” plutselig var borte. Igjen sto vi med ”første” og ”tredje” verden. Før 1990 var tredje verden i stor grad delt i ulike interessesfærer knyttet til ”første” og ”andre” verden, men så måtte landene finne sin plass i et nytt geopolitisk regime. Det påvirket allerede tidlig på 1990-tallet små vesteuropeiske land som søkte medlemskap i EU. Noen av de europeiske landene som hadde tilhørt ”andre verden” forsøkte å finne en plass i første verden, og flere av dem som lyktes ble etter hvert opptatt som EU-medlemmer. Andre land måtte ta til takke med en plass blant land i ”tredje verden”. Noen europeiske land gikk gradvis i oppløsning (Tsjekkoslovakia og Jugoslavia er to eksempler), mens i deler av Afrika ble mange borgerkriger og konflikter avblåst, og landene ble demokratier (Mosambik og Sør-Afrika er to eksempler). Mange så på oppløsningen av ”andre verden” som ”slutten på historien”<sup>2</sup>, mens andre var langt mer pessimistiske.<sup>3</sup>

Da jernteppet først var borte, ble folks bevegelsesfrihet større. Kapitalmobiliteten var allerede stor, men områdene som nå ble omfattet av markedsøkonomien, ble raskt utvidet. Antakelig er det rimelig å hevde at på begynnelsen av 1990-tallet, var verdensøkonomien globalisert i større utstrekning enn den noen gang hadde vært. Globaliseringen ble forsterket ved rask utvikling og spredning av informasjons- og kommunikasjonsteknologi. Det dukket opp nye selskaper knyttet til denne nye næringen. Det var høyst uklart hva noen av disse var verd, og en rekke ”luftslott” ble bygd og gikk konkurs da IT-boblen sprakk våren 2001.

Hva hadde landene i ”andre verden” og særlig Russland mye av som de kunne tilby den globaliserte verdensøkonomien? Forenklet sagt hadde de i hovedsak råvarer å selge for å finansiere sin import av bearbejdede varer og ikke minst luksuskonsumvarer. Tilbudet av råvarer økte derfor mye, særlig fra Russland, noe som førte til at både oljepriser og en rekke andre råvarepriser, slik som aluminium, var på et lavt nivå på begynnelsen av 1990-tallet. For norsk økonomi var ikke dette en gunstig utvikling fordi Norge også er nettoeksportør av slike varer og nettoimportør av bearbejdede industrivarer. Norsk økonomi opplevde derfor et bytteforholdstap på begynnelsen av 1990-tallet. I tillegg opplevde vi en konjunkturedgang som særlig rammet EU etter hvert som euforien etter tysk samling hadde lagt seg.

Politikkresponsen i Norge på den vanskelige situasjonen vi befant oss i etter vår selvpåførte bankkrise fra slutten av 1980-tallet og de ugunstige markedsforholdene internasjonalt, var ikke åpenbar. I Sverige fikk man til sammenlikning en klar dreining i politikk og økonomi vekk fra den ”svenske modellen” og i retning av en mer liberalistisk modell. Dette må ses på bakgrunn av erfaringer med manglende evne til å løse problemer som var oppstått i den svenske modellen. Selv om det var en bevegelse vekk fra den svenske modellen, ble mange viktige trekk ved modellen beholdt, ikke minst en omfattende velferdsstat i internasjonal målestokk. I Norge valgte vi derimot en videreutvikling av tradisjonelle løsninger i den økonomiske politikken som på flere punkt brøt med internasjonale trender på begynnelsen av 1990-tallet. Lønnsfastsettelsen gikk i retning av ytterligere sentralisering, mens tendensen internasjonalt var desentralisering. Solidaritetsalternativet representerte ikke egentlig noen omlegging av politikken, men snarere en systematisering og et helhetlig grep i den økonomiske politikken. Solidaritetsalternativet omfattet politikkelementer som tidligere ikke i samme grad var sett i sammenheng slik som penge- og valutapolitikk, finanspolitikk, inntektspolitikk, utdannings- og arbeidsmarkedspolitikk.

<sup>1</sup> Begrepet det korte århundre skriver seg fra undertittelen på Hobsbawm (1995).

<sup>2</sup> Jfr. Fukuyama (1992).

<sup>3</sup> Sivilisasjonskonflikter er tema for Huntington (1996).



Utover 1990-tallet skjedde det en gradvis bedring i bytteforholdet utenom petroleum, og helt på slutten av tiåret bidro økte oljepriser til en markert bedring i det samlede bytteforholdet. Den økonomiske veksten internasjonalt tok seg kraftig opp – ikke minst i USA. En gunstig internasjonal utvikling sammen med politikken som ble ført i Norge, bidro til tiltakende økonomisk vekst også i norsk økonomi. Arbeidsledigheten ble redusert til mer normale nivåer for Norge mot slutten 1990-tallet, etter å ha økt til uvanlige høyder på begynnelsen av 1990-tallet. Også inflasjonen var lav på 1990-tallet og på linje med land rundt oss, etter at 1980-tallet hadde vært tiåret med særnorsk høy inflasjon (se Bjørnstad m.fl. 2009). Fastkurspolitikken, og den økonomiske politikken mer generelt, bidro til dette.

Men slutten av 1990-tallet var ikke bare fryd og gammen. Finanskrisen i de øst-asiatiske landene i 1997 rammet Norge kraftig. Krisen hadde tilknytning til spekulasjonsaktige investeringer i eiendom, lave pengemarkedsrenter og gradvis liberaliserte kapitalmarkeder i disse landene. Da krisen var et faktum, sank oljeprisene kraftig og kronkursen viste seg umulig å forsvare selv med svært høye renter i Norge. Selv om høye renter ikke var noen ulykke for Norge, gitt den konjunktursituasjonen vi befant oss i, var kronesvekkelsen i strid med Solidaritetsalternativet. Asia-krisen og erfaringene med Solidaritetsalternativet på slutten av 1990-tallet ga derfor opphav til en fornyet diskusjon om innretning av den økonomiske politikken. Norges Bank og noen økonomer innen academia ledet an i argumentasjonen for at Norge skulle innføre et inflasjonsmål for pengepolitikken i motsetning til datidens valutakursmål.

Også et annet viktig trekk ved norsk økonomi skulle komme til å prege diskusjonen om en nyorientering av makroøkonomisk politikk; veksten i det som den gang het Petroleumsfondet og nå heter Statens pensjonsfond utland. Dette fondet ble første gang tilført midler i 1996. Som følge av høy oljeproduksjon og gjennomgående høye oljepriser, ble fondet fra og med 2000 tilført store midler. Spørsmålet om hvordan oljeinntektene skulle innføres i økonomien ble på ny aktuelt etter at det hadde vært borte fra ordskiftet siden vinteren 1985/86. Den gang stilnet debatten da oljeprisen ble mer enn halvert og sank til om lag 10 dollar per fat på det laveste sommeren 1986.

Dette notatet er på mange måter en oppfølger av Cappelen m.fl. (2000). Temaet for ti år siden var om ny teknologi og globalisering hadde endret økonomien på en slik måte at gamle erfaringer ikke lenger var brukbare for å forstå datidens situasjon. Nå tar vi opp erfaringene fra det første tiåret på 2000-tallet. I dag er det vel knapt noen som mener at tidligere erfaringer ikke lenger har relevans. Det skyldes nok i stor grad finanskrisen i 2008. På mange måter kan finanskrisen oppfattes som en følge av at man ikke har evnet å holde fast på det man en gang lærte av historien; det reguleringsregimet som kom på plass etter depresjonen og bankkrisene i mellomkrigstiden. Norge har på ingen måte gått klar av finanskrisen, men vi mener at vår evne til å lære av historien ikke har vært så verst. Dette kan forklare hvorfor det denne gang ikke ble noen soliditetskrise i det norske bankvesenet, og hvorfor den økonomiske politikken og våre institusjoner så langt har evnet å håndtere effektene av krisen godt. Når kriser kommer utenfra, er det ikke så mye et lite land kan gjøre annet enn å manøvrere som best man kan på et ”stormfullt hav”. Men institusjonene og virkemiddelbruken i økonomisk politikk er ikke noe som kommer av seg selv. De blir noen ganger skapt bevisst som resultat av ”rasjonelle” valg, men som regel blir de til gjennom sosiale kompromiss. Som så ofte tidligere, er det sannsynlig at vi vil justere våre ordninger og institusjoner i lys av de erfaringene vi har gjort.

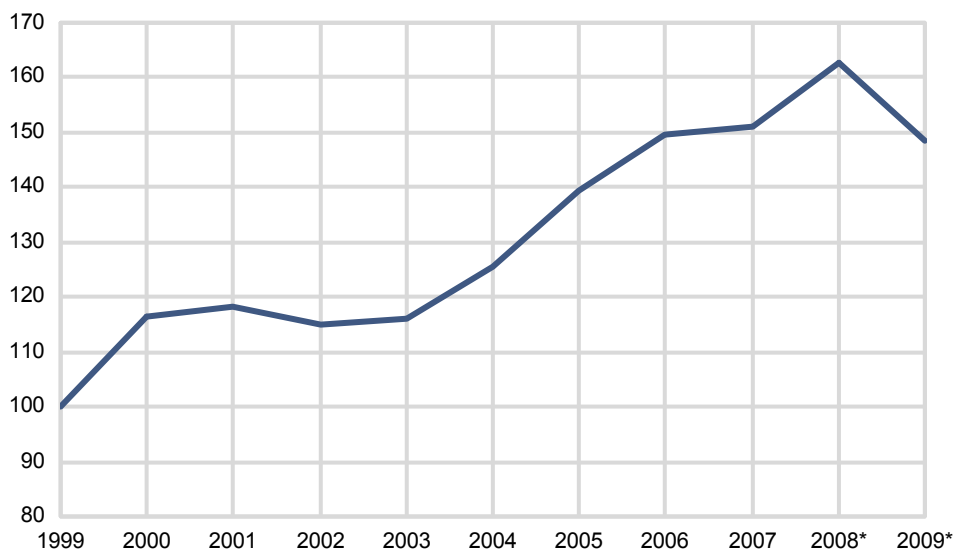
I dette notatet går vi først kort gjennom noen viktige endringer i økonomiske rammebetingelsene internasjonalt. Vi drøfter deretter noen endringer i den økonomiske politikken i Norge som har preget det siste tiåret. Så går vi gjennom konjunkturutviklingen i denne perioden før vi ser litt nærmere på det vi kan kalle tilbudssiden i norsk økonomi. Til slutt omtales finanskrisen, dens årsaker og mulige følger.

## 2. Endringer i internasjonale rammebetingelser på 2000-tallet

Dengs reformperiode i Kina ble innledet allerede i 1979. Kinesisk økonomi ble gradvis omdannet til en markedsøkonomi med stor vekt på en eksportorientert vekststrategi som andre østasiatiske land hadde lyktes så godt med tidligere. Kinas inntreden i WTO i 2000 er likevel viktig fordi Kina da ble en del av internasjonal økonomi med de spilleregler som, i det minste i prinsippet, gjelder for alle medlemsland. Kina var allerede i 2000 en stor økonomi, men har siden vokst til å bli en av de ledende økonomiene i verden og passerte Tyskland som verdens største eksportør i 2009.<sup>4</sup> Også India – som etter sin selvstendighet etter andre verdenskrig hadde ført en økonomisk politikk basert på importrestriksjoner – åpnet sin økonomi gradvis overfor verden og har blitt en økonomisk stormakt på 2000-tallet.

Mens oppløsningen av Warszawa-pakten på begynnelsen av 1990-tallet betydde tap i bytteforhold til utlandet for Norge, var det motsatte tilfelle med kinesernes inntog på den internasjonale økonomiske arena. Kinesisk økonomi hadde mye av det Norge har relativt lite av (arbeidskraft) og lite av det Norge har relativt mye av (råvarer). Den sterke veksten i Kina innebar derfor sterk vekst i kinesisk import av råvarer og ditto eksport av arbeidsintensive produkter og ikke minst konsumgoder. Og det var nå ikke lenger snakk om enkle produkter slik landet hadde produsert på 1980-tallet. Med kontroll på valutakursen og enorme arbeidskraftsressurser, førte den markedsorienterte politikken til at Kina ”oversvømmet” verden med stadig billigere varer på 2000-tallet. Dette har bidratt til å skape ubalanser i betalingsstrømmene i verden som nok er en viktig faktor bak finanskrisen i 2008 (se avsnitt 6). Det har også skapt utfordringer for mange sentralbanker fordi den sterke kinesiske veksten kan ses på som et ”tilbudssidesjokk” som pengepolitikken normalt ikke kan gjøre noe særlig med, men som det er likevel vanskelig å identifisere betydningen av for sentralbanker som skal innrette pengepolitikken mot et inflasjonsmål.

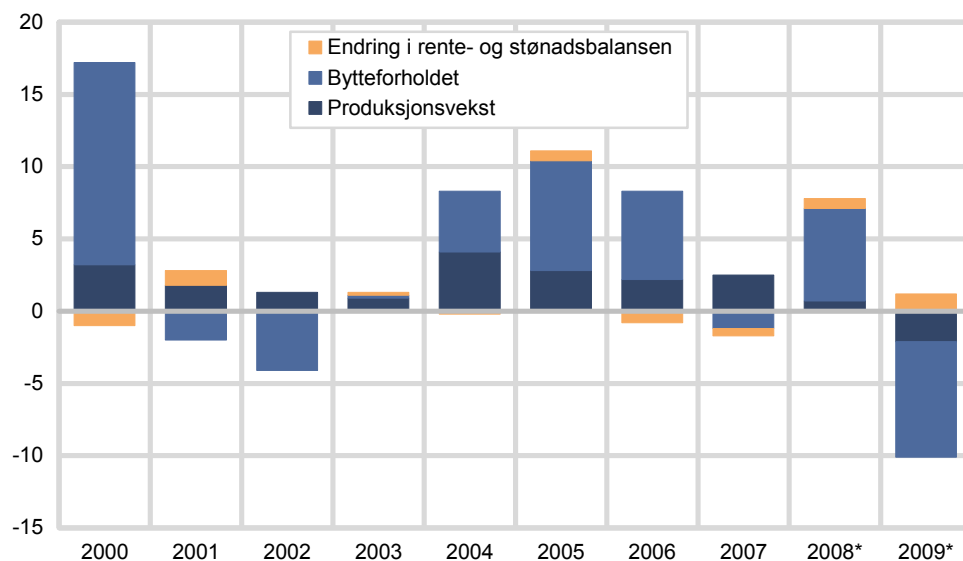
Figur 2.1. Disponibel realinntekt for Norge, 1999 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

<sup>4</sup> Kina slipper nå ut mer klima-gasser enn noe annet land i verden, selv om utslippene per innbygger ennå bare er tredjeparten av nivået i USA. På stadig flere arenaer er derfor Kinas deltakelse essensiell hvis viktige beslutninger på internasjonalt nivå skal fattes. En av de viktige, men lite påkattede, begivenheter i 2009 var toppmøtet mellom de såkalte BRIC-landene (Brasil, Russland, India og China). Disse fire landene, hvor i det minste tre av dem vokser fort, er en utfordrer til det gamle G7 nettverket. De er selvsagt med i G20 gruppen, men denne gruppen utgjør ennå ikke en global aktør i koordineringen av den økonomiske politikken slik G7-gruppen gjorde tidligere.

Figur 2.2. Vekstbidrag til disponibel realinntekt for Norge. Prosentpoeng



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Bedringen i bytteforholdet som fulgte i kjølvannet av Kinas WTO-medlemskap bidro til at disponibel realinntekt for Norge økte mer enn volumveksten i BNP i mange år på 2000-tallet. Fra 1999 til 2009 økte disponibel realinntekt for Norge med 48 prosent, 37 prosent regnet per innbygger.

En annen endring i internasjonal økonomi som fikk stor betydning for Norge, var utvidelsen av EU østover i 2004. Som omtalt innledningsvis, var flere tidligere østblokk-land opptatt av å bli integrerte med markedsøkonomien i vest. I mai 2004 skjedde en vesentlig utvidelse i det Polen og de baltiske landene kom med i EU. Norge valgte å legge relativt små føringer på arbeidskraftsmobiliteten mellom de nye medlemslandene og Norge. Dermed kom det etter hvert mange arbeidstakere fra disse landene til Norge via rekrutteringsselskaper og nasjonale bedrifter som fikk oppdrag i Norge, men også på individuell basis. Integrasjonen av personer fra disse landene er ikke uproblematisk av utdannings- og språkmessige grunner, men i takt med konjunkturoppgangen på midten på 2000-tallet, økte antallet arbeidsinnvandrere betydelig. Dette bidro til å lette presset i økonomien særlig innenfor service- og byggfagene. For å holde oss til det enkle markedsskjemaet kan vi si at tilbudskurven i Norge flyttet seg ytterligere mot høyre og muliggjorde sterk vekst i etterspørselen uten sterk prisvekst. Slik sett førte altså to endringer i organiseringen av internasjonal økonomi til at Norge fikk økt sitt produksjons- og inntektsgrunnlag i løpet av 2000-tallets første tiår.

Men utviklingen har også vært preget av negative trekk. Kanskje mer enn noen annen begivenhet de siste ti årene er terrorangrepet på USA 11. september 2001 det som har preget og fortsatt preger verden. Det "ledet" til invasjonene i Afghanistan og Irak som fortsatt pågår, og endret ikke minst forholdet mellom ulike kulturer og vanskeliggjorde utviklingen av toleranse og respekt for andre tenkesett som en mer globalisert verden trenger for å kunne være velfungerende. Kontroll og restriksjoner på individuell mobilitet har økt. Konfliktene har enorme menneskelige kostnader for dem som er direkte berørte, og har fungert som en klamp om foten for amerikansk og britisk økonomi. Konflikten spres til mange land hvor grupper allierer seg med ulike parter i konflikten. Under ligger også konflikten mellom palestinere og israelere hvor fredsprosessen som ga rom for optimisme på 1990-tallet, har stoppet for lenge siden.

Endelig må vi også nevne de globale miljøproblemene. De får stor oppmerksomhet, men evnen til å løse disse, ser ikke ut til å være tilstede. Det er betydelige reelle problemer knyttet til omstilling og fordeling av byrdene av klimatiltak.

Nasjonene er også opptatte av å anslå hvilke kostnader de vil bli påført ved å løse problemet snarere enn av kostnadene ved å la være å gjøre noe. Mangel på konsensus og tillit preger den globale situasjonen på et tidspunkt hvor behovet for å finne fram til fellesløsninger er større enn noen gang. Under finanskrisen så vi elementer av koordinerte handlinger blant et fåtall rike land som var mest rammet av krisen. Tilsvarende evne til koordinering ser ut til å være vanskelig å få til når problemene er mindre akutte, ikke så enkle å identifisere og dessuten ulikt fordelt.

Til tross for disse pessimistiske momentene ville det være feil ikke å nevne at 2000-tallet gjennomgående har blitt dominert av optimistiske synspunkter på teknologiutvikling og organisering av økonomisk politikk og institusjoner. Når det gjelder teknologi var, som tidligere nevnt, produktivitetsveksten høy og økende på 1990-tallet. Særlig i USA var mange av den oppfatningen at IKT-revolusjonen endelig var blitt synlig i statistikken og ble reflektert i BNP-tallene. IT-boblen i finansmarkedene og nedturen i 2001, dempet den største optimismen noe og viste at mange av de tradisjonelle økonomiske mekanismene fortsatt gjorde seg gjeldende, se Cappelen m.fl. (2000) og Cappelen (2001). Utover på 2000-tallet og etter at konjunkturedgangen i 2001/2002 var et tilbakelagt stadium, kom Kina-effekten til å gi grobunn for ny optimisme. Igjen mente mange økonomer at verdensøkonomien var i en bedre forfatning enn den hadde vært på mange tiår, med høy økonomisk vekst, lav ledighet og inflasjon og mindre svingninger enn tidligere. På mange måter kan man si at myndighetenes håndtering av IT-boblen økte selvtilliten og gjorde at man mente at man var i et slags nytt regime. Nå var heller ikke denne gang optimistene uten opposisjon. Finanskrisen som utviklet seg fra sommeren 2007 til den ble akutt midt i september 2008 med konkursen til Lehman Brothers, har likevel endret manges oppfatning av den globale markedsøkonomiens robusthet og mye mer grunnleggende enn hva tilfellet var etter at IT-boblen sprakk i 2001.

### 3. Nye regler for økonomisk politikk i Norge

I mars 2001 ble strategien for den økonomiske politikken i Norge lagt om. I pengepolitikken gikk en vekk fra at renten utelukkende skulle innrettes mot å holde en stabil valutakurs overfor euro. I stedet gikk man over til et inflasjonsmål, men hvor stabilitet i valutakurser, produksjon og sysselsetting også skulle vektlegges. Finanspolitikken skulle som før, være et virkemiddel i stabiliseringspolitikken, men samtidig skulle en gradvis fase inn ”oljeinntekter” i norsk økonomi. Dette betyr altså en underliggende ekspansiv finanspolitikk. Bruken av ”oljeinntekter” definert som underskuddet i den strukturelle<sup>5</sup> oljekorrigerte balansen på statsbudsjettet (SOBU) skulle over tid tilsvare den forventede realavkastningen av Statens pensjonsfond utland. Dette kalles den finansielle handlingsregelen. En slik formalisering av nivået på den underliggende budsjettbalansen skulle bidra til å sikre en finansiell disiplin i en tid da man forventet at petroleumsinntektene ville bli svært høye og de løpende overskuddene på statsbudsjettet inklusive petroleumsinntekter enorme.

Man anslo at den forventede realavkastningen var 4 prosent av Petroleumsfondets verdi. Det var disse kapitalinntektene, og ikke de løpende oljeinntektene, som nå skulle danne grunnlag for det underliggende underskuddet på statsbudsjettet når man holdt kontantstrømmen fra oljevirkningen utenfor. Med en slik regel vil man ikke bruke selve grunnrenten fra petroleumsvirksomheten, men bare avkastningen av et finansielt fond hvor statens løpende petroleumsinntekter ble finansinvestert i utlandet. Når petroleumsæraen er over og ikke lenger gir en positiv kontantstrøm til staten, vil fondet reelt sett ha nådd sitt maksimum. Da vil handlingsregelen tilsvare en regel hvor man bruker realavkastningen eller permanentinntekten av formuen, men aldri selve formuen. Formuen vil stå til disposisjon for alle fremtidige generasjoner helt uberørt.

Hva var begrunnelsene for å endre på retningslinjene for den makroøkonomiske politikken? På sett og vis hadde jo utviklingen på 1990-tallet vært en suksess; veksten var høy, ledigheten ble etter hvert lav og inflasjonen var moderat og på linje med den europeiske. I andre halvdel av 1990-tallet ble store deler av petroleumsinntektene spart i finansaktiva i utlandet samtidig som det innenlandske investeringsnivået var høyt. Norge brukte for eksempel langt mer enn før på utdanning og bygde dermed opp sin kunnskapskapital.

Flere forhold lå bak endringene som kom i 2001. Det hadde vist seg at med fast valutakurs klarte ikke finans- og inntektspolitikken å dempe tilstrekkelig for de sterke impulsene som norsk økonomi ble utsatt for. Dessuten ble den finansielle disiplinen svekket utover på 1990-tallet etter hvert som statsfinansene bedret seg og oljeinntektene ble høye. Man hadde ingen klar langsiktig strategi for bruken av oljeinntektene. Man hadde med andre ord behov for å få presisert hva handlingsrommet i finanspolitikken skulle være, dvs. å definere en ny ”krittstrek” for statsbudsjettet. Det fikk man med innføringen av handlingsregelen.

Med frie kapitalbevegelser viste det seg i praksis vanskelig å holde en fast nominell valutakurs. Asia-krisen viste dette klart. Selv om inflasjonen på 1990-tallet var moderat, maktet man ikke å holde en fast valutakurs når det ble uro i de internasjonale finansmarkedene. I perioder før denne uroen brøt ut og hvor veksten i Norge var sterk, hadde man hatt behov for pengepolitisk innstramning, men for at valutakursen ikke skulle bli for sterk i 1997, måtte Norges Bank sette ned styringsrentene. Pengepolitikken kom derfor til å virke medsyklisk. Kravet til stabil valutakurs hadde nærmest forrang framfor realøkonomisk stabilitet.

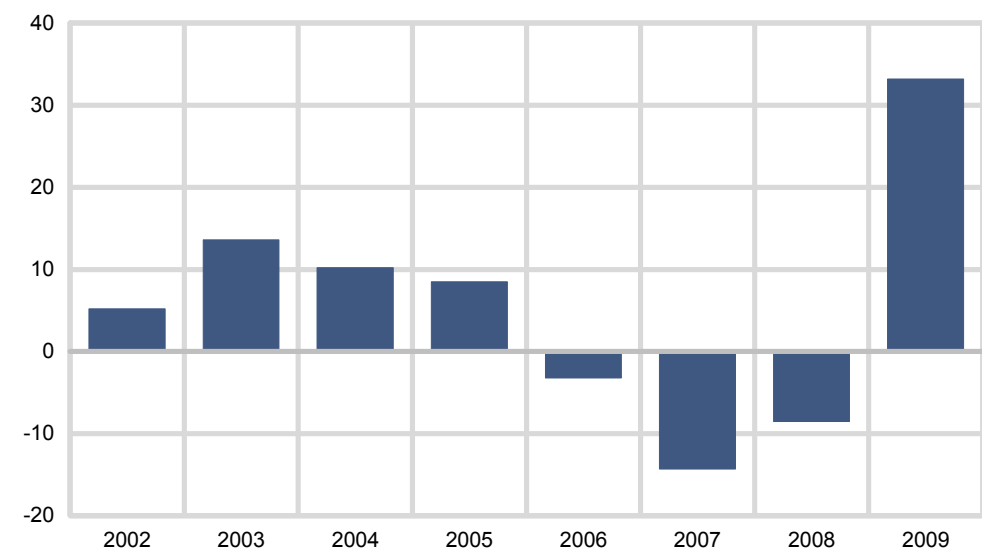
<sup>5</sup> Med strukturell menes at man i prinsippet fjerner de konjunkturelle bidragene til statens inntekter og utgifter.

Endringene i det operative målet for pengepolitikken må også ses i lys av at man internasjonalt gikk mer og mer i retning av flytende valutakurs og inflasjonsmål som rettesnor for pengepolitikken. Norges Banks ledelse argumenterte aktivt for dette og vant fram selv om partene i arbeidslivet var skeptiske og til dels motstandere av en slik omlegging. Partene fryktet nok at det ville svekke betydningen av det inntektspolitiske samarbeidet som sto så sentralt i Solidaritetsalternativet.

Ble så de nye politikreglene fulgt? Figur 3.1 viser årlige avvik fra 4-prosent banen. Underskuddene i 2002-2005 er store, men i disse årene hadde vi en lavkonjunktur som en isolert sett skal ta hensyn til i utformingen av politikken. Da IT-boblen sprakk, fikk man også et kraftig fall i fondets verdier, og justeringene av pengebruken som følge av slike endringer kan gjøres over flere år. Under høykonjunkturen 2006-2008 brukte man mindre enn 4-prosentbanen tilsier, i tråd med en aktiv bruk av finanspolitikken i stabiliseringsøyemed. I 2009 brukte man mye mer enn 4-prosentregelen, men som vi omtaler under, skyldes dette finanskrisen og bekymringen for et betydelig tilbakeslag i norsk økonomi. Det må også legges til at den nøyaktige tallfestingen av den strukturelle budsjettbalansen er usikker, og underskuddet kan komme til å vise seg å være for høyt anslått, jfr. Eika (2009). Fastleggingen av finanspolitikken gjøres naturligvis før en kan ha det fullstendige bildet av den økonomiske situasjonen, herunder en rekke størrelser i budsjettet. I tillegg skal man ta stabiliseringshensyn i finanspolitikken. Hvor store sies det imidlertid ikke noe om. Fram til 2008 synes det for oss klart at retningslinjene fra 2001 har vært fulgt. I lys av de meget svake utsiktene for 2009 etter 15. september 2008 og den kraftige konjunkturedgangen som jo også manifesterte seg, mener vi det er rimelig å hevde at også finanspolitikken i 2009 er i tråd med handlingsreglen.

Norges Bank uttrykker nå at den fastsetter styringsrenter ut fra det formål å oppnå inflasjonsmålet innenfor en horisont på mellomlang sikt. Jo lenger fram i tid inflasjonsmålet tas sikte på å nås, jo mer fleksibel er pengepolitikken, siden andre hensyn kan vektlegges i mellomtiden. Banken har siden 2001 økt tidshorisonten og fra å ha vært ganske rigid i sin formulering, har begivenhetene gjort at utformingen av politikken er blitt noe mer fleksibel.

**Figur 3.1. Strukturelt oljekorrigert budsjettunderskudd: Avvik fra 4-prosentbanen. Milliarder kroner**



Kilde: Finansdepartementet

Håndteringen av finanskrisen viser imidlertid at penge- og kredittpolitikk er mer enn bare rentepolitikk. Ser man på hva sentralbanker i mange land har måttet iverksette av krise- og redningspakker overfor banksystemet i den senere tid, er det noe ganske annet enn hva man forestiller seg skal være normal sentralbankpolitikk.

Det er åpenbart at sentralbanker og myndigheter måtte bruke flere virkemidler enn bare renten og aggregert finanspolitikk når finanskrisen satte inn. Da er det ikke bare ”politikkregler” som teller, men det økonomer kaller ”diskresjonær” virkemiddelbruk.

I perioden 2002 til 2009 var inflasjonen målt ved veksten i konsumprisindeksen i gjennomsnitt 1,8 prosent, mens veksten justerte for avgiftsendringer og uten energivarer var 1,5 prosent. Til tross for at dette er klart lavere enn inflasjonsmålet, vurderer vi på ingen måte dette som en indikasjon på at ”regelen” ikke er fulgt, eller at politikken har vært mislykket. I lys av at Norge til tider har importert lav inflasjon som følge av Kina-effekten omtalt ovenfor, er det fornuftig ikke å motvirke en slik tilbudsideendring gjennom pengepolitikken. Etter vår vurdering kan Norges Banks kommunikasjon til tider kanskje kritiseres for manglende oppfølging av forskriftens pålegg om vektlegging av stabilitet i andre forhold enn inflasjon. I noen situasjoner kan de også kritiseres for å ha reagert sent, nå sist da finanskrisen eskalerte 15. september 2008, som også kritiseres av Norges Bank Watch 2009<sup>6</sup>. Til tross for at pengemarkedsrentene gikk kraftig opp ble styringsrenta holdt uendret ved rentemøtet 24. september, og bare redusert med til sammen 1 prosentpoeng inntil midten av desember. Likeledes var politikken gjennom 2002, da renten ble økt mens de internasjonale konjunktorene og rentene var helt tydelig på vei ned, uheldig – noe som også påpekes av Norges Bank Watch 2003<sup>7</sup>. Å hevde at dette i beste fall er etterpåklokskap, er ingen innvending mot dette notatet hvis viktigste formål er å lære av fortiden for å bli ”klokere etterpå”.

Som vi skal se i neste avsnitt, har man heller ikke i den høykonjunkturen vi nettopp har lagt bak oss, etter at nye politikkregler var på plass, lykkes veldig godt med å stabilisere økonomien. Etter vår oppfatning skyldes det at penge- eller finanspolitikk ikke er tilstrekkelige virkemidler hvis man har store ambisjoner om stabilisering i en petroleumsøkonomi som den norske. Det ble innvendt mot Solidaritetsalternativet at det i høykonjunkturfaser la for store byrder på finanspolitikken og at inntektspolitikken da ikke kunne levere moderasjon.<sup>8</sup> Heller ikke gjennom praktiseringen av de nye retningslinjene ser man ikke ut til å ha klart det.

---

<sup>6</sup> Se Bergman m.fl. (2009).

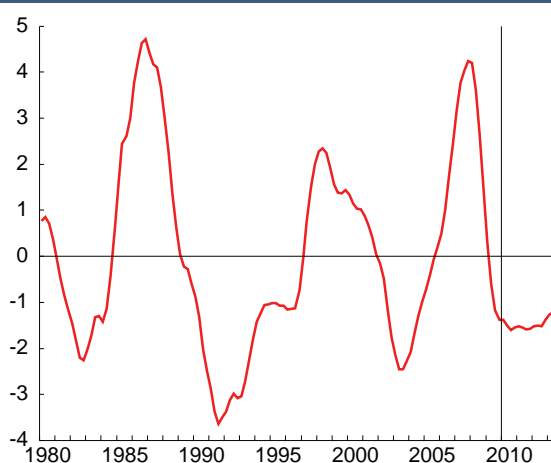
<sup>7</sup> Se Eikeli m.fl. (2003).

<sup>8</sup> Se Skånland (1998) og et tilsvarende i Cappelen (1998).

## 4. Norsk økonomi på 2000-tallet – konjunkturutviklingen

I dette avsnittet går vi gjennom hovedtrekkene i den norske konjunkturutviklingen siste ti år. Vi legger noe vekt på å beskrive impulsene fra utlandet, som tradisjonelt har spilt en stor rolle for norsk økonomi, men beskriver ikke den internasjonale konjunkturutviklingen i detalj. Det er dog verd å påpeke at mens Norge i perioder har hatt et noe annet konjunkturmønster enn OECD-området, har syklene i norsk økonomi på 2000-tallet i hovedsak vært sammenfallende med OECD-sykelen. På 1980-tallet og delvis 1990-tallet var hovedbildet et annet. Svingningene i Norge var i stor grad egengenererte. Den dype norske lavkonjunkturen som startet i 1989, var nærmest motsatt av den internasjonale syklene, særlig i Europa, hvor tysk samling i 1989 ledet fram til en kraftig oppgang. Først i 1991 snudde utviklingen ute og gjorde at den norske konjunkturen opplevde en slags "W" på begynnelsen av 1990-tallet, se figur 4.1 og en "M" i figuren for arbeidsledighetsraten.<sup>9</sup>

Figur 4.1. BNP Fastlands-Norge, sesongjustert og glattet. Avvik fra beregnet trend i prosent



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Etter at norsk økonomi hadde vært i oppgang siden begynnelsen på 1990-tallet, og nådde en konjunkturtopp i 1998, avtok veksten noe gjennom 1998. Utviklingen i Norge avvek her noe sammenliknet med verdensøkonomien for øvrig. Uro i internasjonale kapitalmarkeder i forbindelse med den såkalte Asia-krisen, hvor aksje- og valutakurser ble kraftig redusert i Sørøst Asiatiske land, bidro i en kort periode til svakere vekst i norske eksportmarkeder og til at oljeprisen falt kraftig. I et forsøk på å forsvare kronkursen ble norske styringsrenter mer enn doblet i løpet av sommeren 1998. Gjennom 1999 ble de norske styringsrentene satt markert ned, noe som bidro til at høykonjunkturen varte enda noen år. Også høye oljeinvesteringer bidro til at høykonjunkturen ble ganske langvarig i Norge.

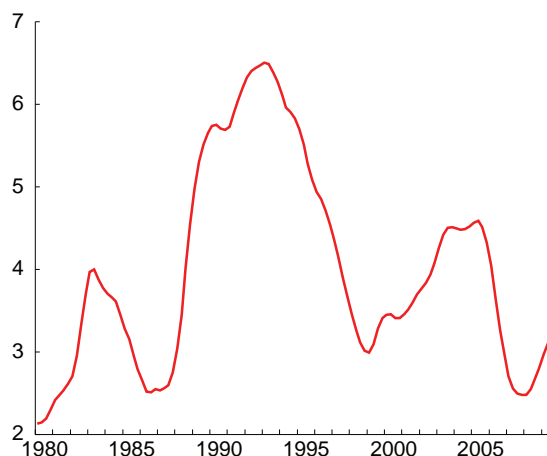
Det internasjonale børsfallet i kjølvannet av at IT-boblen sprakk etter årtusen-skiftet, bidro til et markert fall i BNP-veksten i OECD-området i årene 2001-2003. Som følge av den lange perioden med høy vekst i Norge, steg norske lønninger mye kraftigere enn hos våre handelspartnere. Våren 2002 satte derfor Norges Bank renta litt opp av frykt for økt inflasjon. I utlandet ble rentene derimot satt ned. Dermed appresierte krona kraftig og den kostnadsmessige konkurranseevnen ble sterkt svekket fra to sider, både fra utviklingen i kronkurs og lønninger. Når det internasjonalt samtidig var et markert konjunkturtilbakeslag, fikk norsk konkur-

<sup>9</sup> Grafen i figur 4.1 baserer seg på bruk av et såkalt Hodrick-Precott-filter (parameter lamda er satt lik 40 000) på sesongjusterte og glattede nasjonalregnskapstall for BNP Fastlands-Norge. Dette filteret produserer en trend som kan tolkes som langsiktig normal produksjon og utviklingen i den som den underliggende veksten i norsk økonomi. Veksten i trenden er vist i figur 5.1 i neste avsnitt. Figur 4.1 viser det prosentvise avviket mellom faktisk BNP Fastlands-Norge (sesongjusterte og glattet for å være helt presis) og trend-nivået og er et mål på konjunktursvingningene i norsk økonomi.



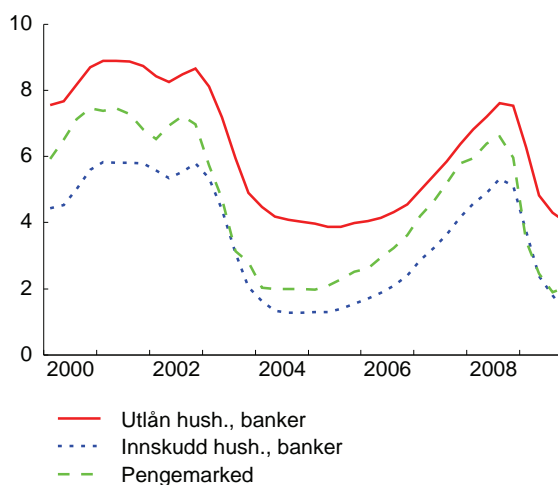
ranseutsatt virksomhet vanskeligheter, og eksporten falt både i 2002 og i 2003. Etter at oljeprisen hadde vært helt nede på rundt 10 dollar per fat i kjølvannet av Asia-krisen kom en markert stigning. Høsten 2000 var den oppe i over 30 dollar. Til tross for dette fortsatte fallet i petroleumsinvesteringene som begynte i 1999 ut 2002. Det tar lang tid før endringer i oljeprisen for alvor får følger for investeringene.

**Figur 4.2. Arbeidsledighetsraten. Sesongjustert, glattet og justert for statistiske brudd**



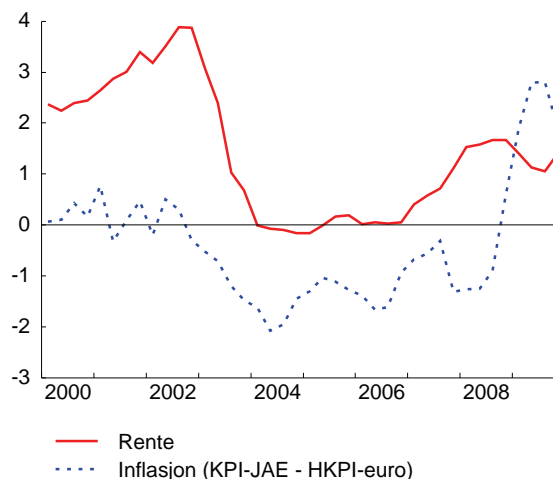
Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 4.3. Norske renter. Prosent**



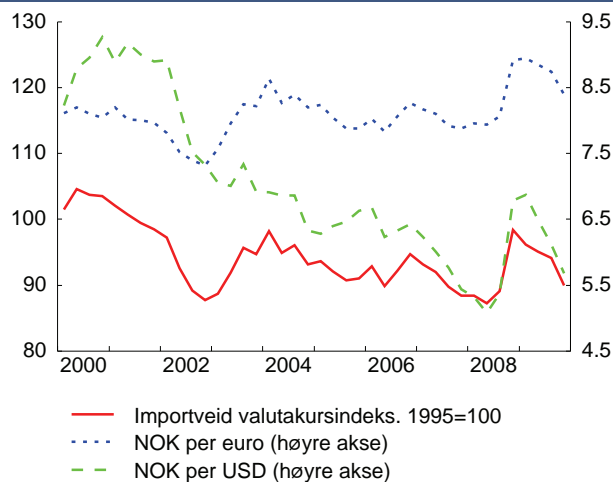
Kilde: Statistisk sentralbyrå

De negative impulsene både fra oljevirkosomheten og pengepolitikken som sammen med svakere utvikling i utlandet svekket konkurranseutsatt virksomhet, bidro til en norsk konjunkturedgang. Sysselsettingen hadde nesten ikke økt på fire år og våren 2003 hadde arbeidsledigheten nær doblet seg på fire-fem år. Det som hindret en mye kraftigere nedgang, var at etterspørselen fra husholdningene og offentlig sektor holdt seg godt oppe. Lav prisvekst, blant annet på grunn av økende import fra lavkostland som Kina, bidro til en relativt høy realinntektsvekst, til tross for økte renter og konjunkturedgang. Da så pengepolitikken ble kraftig lagt om i desember 2002, var grunnlaget lagt for et omslag i norsk økonomi og konjunkturbunnen ble nådd tidlig i 2003. Finanspolitikken ble lagt om i ekspansiv retning i 2003. Sammen med stimulansen fra rentenedsettelsene og økte petroleumsinvesteringer bidro det til at lavkonjunktoren ble ganske moderat sammenliknet med situasjonen ti år tidligere, og mer på linje med lavkonjunktoren på begynnelsen av 1980-tallet.

**Figur 4.4. Rente og inflasjonsforskjell mellom norske kroner og euro. Prosentpoeng**

Kilde: Norges Bank og Statistisk sentralbyrå

Norges Bank satte ned styringsrentene fra desember 2002 og helt fram til mars 2004; først hyppig og mye og så litt mer gradvis. Dermed kom bankenes utlånsrenter under 4 prosent i 2005, mer enn en halvering fra nivået ved årsskiftet 2002-2003. Dette stimulerte husholdningenes etterspørsel. Rentenedgangen medførte også en betydelig svekkelse av krona, og mye av den forutgående kronestyrkingen ble reversert. Konkurransetsatt virksomhet fikk bedret sin kostnadsmessige konkurransevne betydelig og et konjunkturomslag internasjonalt bidro til ny fart i tradisjonell eksport. Petroleumsinvesteringene økte kraftig allerede i 2003, en utvikling som siden bare har fortsatt og således bidratt til den kraftige veksten senere dette tiåret.

**Figur 4.5. Valutakurser**

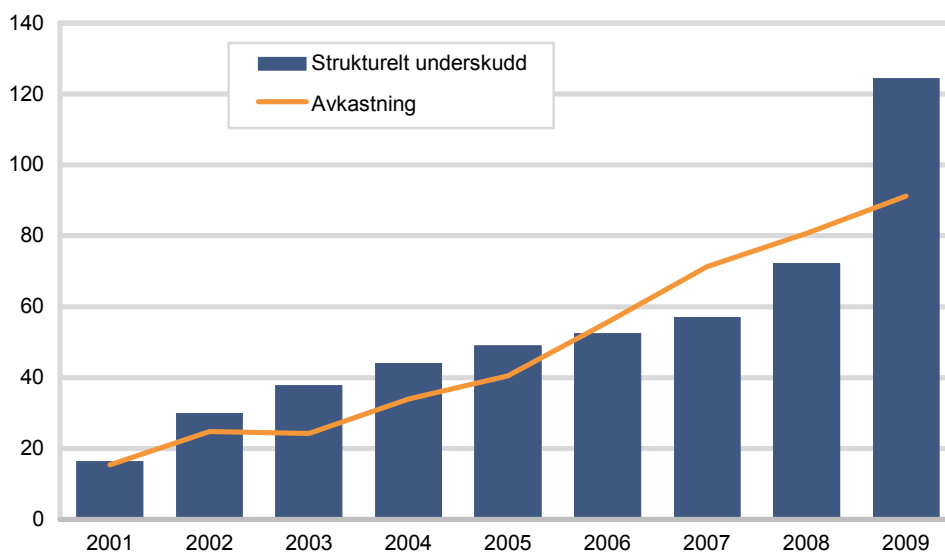
Kilde: Norges Bank

Internasjonalt var veksten spesielt kraftig i Kina og India og i en del andre land utenfor OECD-området. Produksjonen deres bidro til en kraftig prisreduksjon på mange ferdigvarer og lav KPI-vekst. Aktivitetsøkningen internasjonalt førte til økt etterspørsel etter råolje og andre industrielle råvarer Norge produserer mye av, og som dermed økte i pris. Denne bytteforholdsgevinsten ga et godt grunnlag for en markert reallønnsvekst i Norge. Fra 2003 til 2007 økte reallønningene med nær 15 prosent.

Oljeprisene ble mer enn doblet fra 2003 til 2007 målt i norske kroner. Det aller meste av gevinsten av økte oljepriser tilfaller staten. Statens oljeinntekter tilføres Statens pensjonsfond utland som dermed økte kraftig på 2000-tallet. Handlingsregulens 4-prosentbane ville fra 2003 til 2007 gitt årlige ekspansive impulser

svarende til i overkant av 0,5 prosent av BNP Fastlands-Norge. Stabiliserings hensyn medførte imidlertid at impulsene fra finanspolitikken bare var om lag halvparten av dette i disse årene.

**Figur 4.6. Strukturelt oljekorrigert budsjettunderskudd og forventet avkastning av statens pensjonsfond utland. Milliarder kroner**



Kilde: Finansdepartementet

Sysselsettingen økte kraftig i denne oppgangen. Veksten fortsatte fram til 3. kvartal 2008, og fra 1. kvartal 2003 økte sysselsettingen med om lag 320 000 personer, eller 14 prosent. Arbeidsledigheten var ikke veldig høy ved starten av oppgangsperioden. Nedgangen i arbeidsledigheten har dermed bare kunnet bidra med om lag en femtedel av sysselsettingsveksten. Den innenlandske utviklingen i befolkningen har bidratt med noe. Det ble stadig flere personer i aldersgrupper hvor yrkesaktiviteten er høy. I tillegg har yrkesaktiviteten i noen grupper økt. Men den viktigste kilden til økningen i sysselsettingen har vært en markert innvandring i perioden. I stor grad dreier dette seg om arbeidsinnvandring fra nye EU-land etter utvidelsen av EU i 2004.

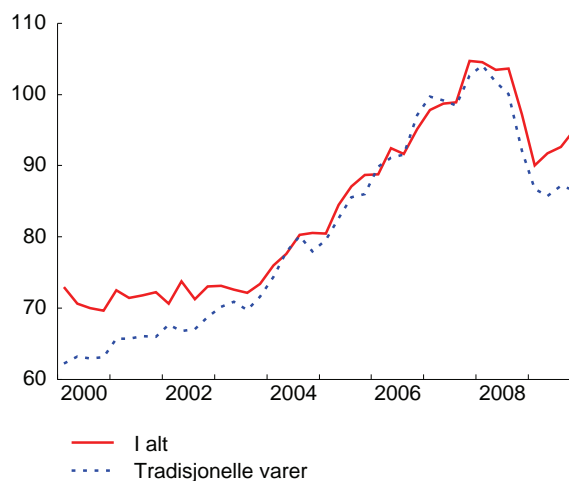
Fordi inflasjonen var lav, ble renta lenge holdt lav. Etter sommeren 2005 begynte Norges Bank gradvis å sette styringsrenta opp. Konjunkturoppgangen hadde da festet seg, og banken var bekymret for høyere inflasjon et stykke fram i tid. Uro i internasjonale finansmarkeder fra sommeren 2007, bidro til at pengemarkedsrenta økte mer enn det utviklingen i styringsrenta normalt skulle tilsi.

Vi kan nå konstatere at høykonjunktoren ble meget sterk, nesten like sterk, men mer kortvarig enn "jappebølgen" midt på 1980-tallet, se figur 4.1. Så å si alle drivkrefter i økonomien dro i samme retning; sterk vekst i verdensøkonomien bidro til vekst i tradisjonell eksport, oljeinvesteringene økte mye, realrentene var gjennomgående lave selv om de økte en del på slutten av oppgangen, finanspolitikken bidro til veksten selv om man brukte mindre enn om man hadde fulgt 4-prosentregelen slavisk. Kort sagt bidro både verdensøkonomien, politikken og oljesektoren til høy realøkonomisk vekst fra 2003 til 2007.

Siste konjunkturtopp i norsk økonomi ble nådd i 4. kvartal 2007. Gjennom 2008 ble konjunkturedgangen gradvis mer markert. Gjennom første halvår 2008 økte fortsatt produksjonen målt ved BNP Fastlands-Norge, men veksten var lavere enn underliggende vekst i økonomien – anslått til 2 3/4 prosent årlig vekst jfr. figur 5.1 – slik at konjunkturedgangen var begynt. Fra 2. til 3. kvartal var det en liten nedgang i produksjonen. Utviklingen etter midten av september 2008, som knapt fikk tid til å påvirke BNP-tallene for 3. kvartal dette året, ble i det neste halve året langt mer dramatisk: Både i 4. kvartal 2008 og 1. kvartal 2009 falt produksjonen i

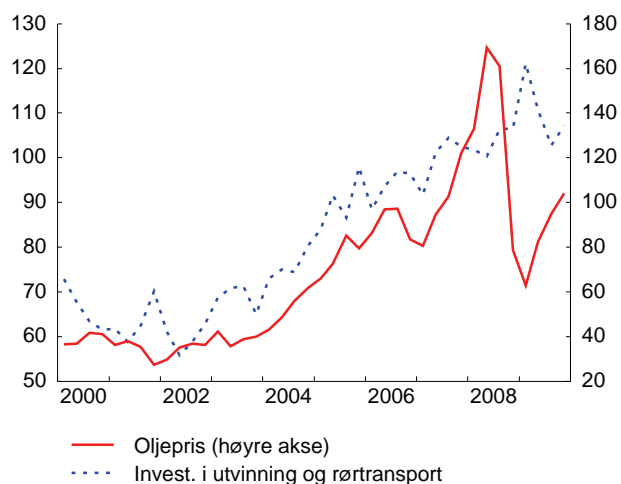
fastlandsøkonomien med en årlig rate på om lag -4 prosent, og dette bidro til at BNP Fastlands-Norge som årsgjennomsnitt falt med 1,5 prosent fra 2008 til 2009.

**Figur 4.7. Eksport. Sesongjustert volumindeks, 2007=100**



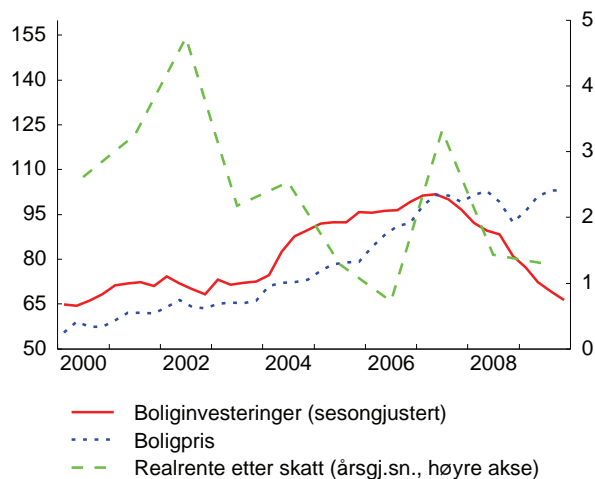
Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 4.8. Petroleumsinvesteringer og oljepris. Sesongjustert volumindeks og prisindeks, 2007=100**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

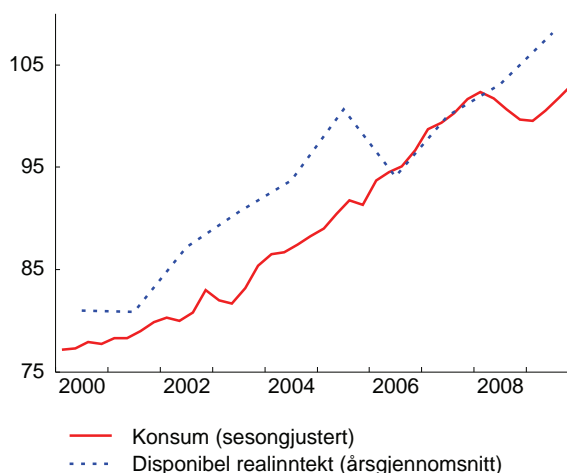
**Figur 4.9 Boligmarkedet. Venstre akse indekser 2007=100, høyre akse prosent**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Omslaget i norsk økonomi startet med lavere boliginvesteringer som så ble fulgt av nedgang i kjøp av varige forbrugsgoder. Boliginvesteringene nådde toppen allerede tidlig i 2007 og varekonsumet falt i begynnelsen av 2008. En strammere pengepolitikk bidro til dette. Mens gjennomsnittlige utlånsrenter fra bankene var under 4 prosent i 2005, var de blitt 7 prosent i begynnelsen av 2008. Utlånsrenten økte videre til og med 3. kvartal 2008, og var da om lag 8 prosent. Pengemarkedsrentene hadde en liknende utvikling, og økte fra vel 2 prosent i 2005 til 6,5 prosent som gjennomsnitt i 3. kvartal 2008 etter å ha vært nær 8 prosent på det høyeste.

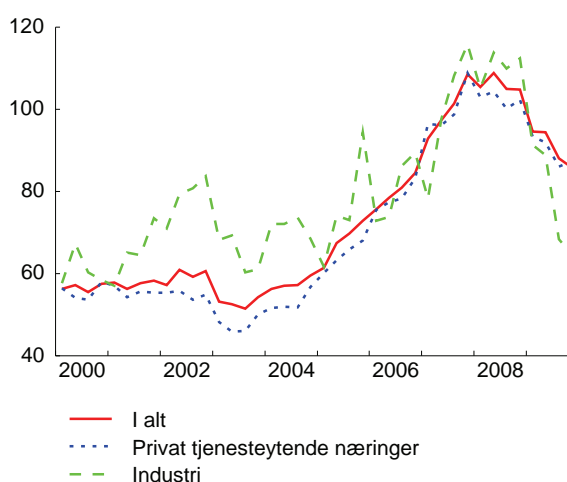
**Figur 4.10. Inntekt og konsum i husholdninger mv. Volumindeks, 2007=100**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Nedgangen i husholdningenes kjøp og investeringer i varige forbrugsgoder ble i begynnelsen av 2008 mer enn oppveid av økninger i konsumet i offentlig forvaltning og eksporten, mens investeringene i næringsvirksomhet flatet ut. Både produksjon og investeringer i petroleumsvirksomheten virket stabiliserende på norsk økonomi gjennom 2008. Som årgjennomsnitt vokste fastlandsøkonomien med 2 prosent i 2008, men det aller meste av denne veksten kom fra overhøyet fra den sterke veksten gjennom 2007.

**Figur 4.11. Investeringer i fastlandsnæringer. Sesongjustert volumindeks, 2007=100**



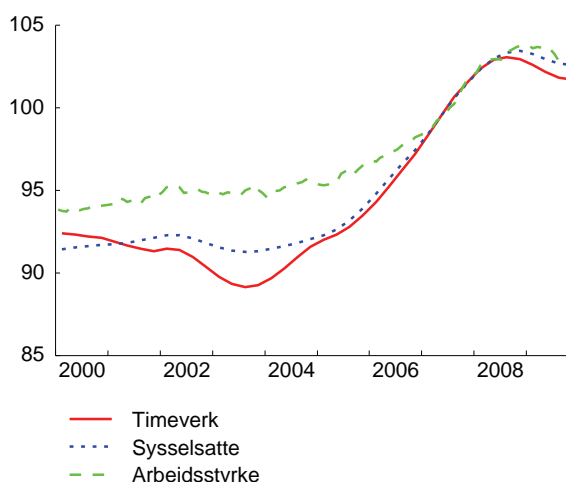
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Nedgangen i norsk økonomi startet altså for alvor i 4. kvartal 2008, etter at uroen i finansmarkedene hadde slått om til krise etter konkursen i Lehman Brothers midt i september. Omslaget i fastlandsøkonomien skyldes både fall i eksporten av tradisjonelle varer som ble rammet av den internasjonale nedgangen, og nedgang i privat etterspørsel i fastlandsøkonomien. Nedgangen videre inn i 1. kvartal 2009

skyldes i hovedsak en videreføring av de samme faktorene som påvirket utviklingen i slutten av 2008. Riktignok bidro nå en mer ekspansiv finanspolitikk til å dempe utslagene av finanskrisen, og dette skulle forsterke seg videre gjennom 2009 ettersom finanspolitikken ble lagt om og ekspansiviteten forsterket i to runder; gjennom en tiltakspakke i januar og i Revidert Nasjonalbudsjett 2009 som ble lagt fram i mai.

Med fall i produksjonen gikk det bare et par måneder før utførte timeverk også falt ganske betydelig fra en topp før finanskrisen startet for alvor. Både den registrerte ledigheten ifølge NAV og arbeidssøkere ifølge AKU var økende før selve krisen satte inn, men bare svakt og fra et så lavt nivå som Norge ikke hadde opplevd siden midten av 1980-tallet. Omslaget i arbeidsmarkedet var tydeligere når man så på tilgangen på ledige stillinger. Her skjedde en utflating i veksten allerede rundt konjunkturtoppen i 4. kvartal 2007 og et klart fall fra september til oktober 2008. Ifølge kvartalsvis nasjonalregnskap fortsatte sysselsettingen å øke fram til 3. kvartal 2008, om enn i et klart svakere tempo enn tidligere. Først i 4. kvartal 2008 begynte sysselsettingen å falle og fallet fortsatte inn i 2009. Med dystre utsikter framover og fall i sysselsettingen, fryktet myndighetene at ledigheten vil øke mye og raskt. Det motiverte de kraftige tiltakene som ble foreslått allerede i januar 2009 og som kom i tillegg til et allerede ekspansivt budsjett som var blitt vedtatt for 2009. På dette tidspunktet var imidlertid ikke ledigheten særlig høy og hadde bare økt med et halvt prosentpoeng siden sommeren 2008. Det skulle vise seg at den sterke økningen i arbeidsstyrken som man hadde opplevd i noen år, raskt flatet ut da krisen var et faktum. Gjennomsnittlig arbeidstid falt også, og ledigheten kom derfor til å øke mye mindre gjennom 2009 enn man regnet med. Ved utgangen av 2009 var ledigheten faktisk bare så vidt høyere enn ved konjunkturtoppen i 1998.

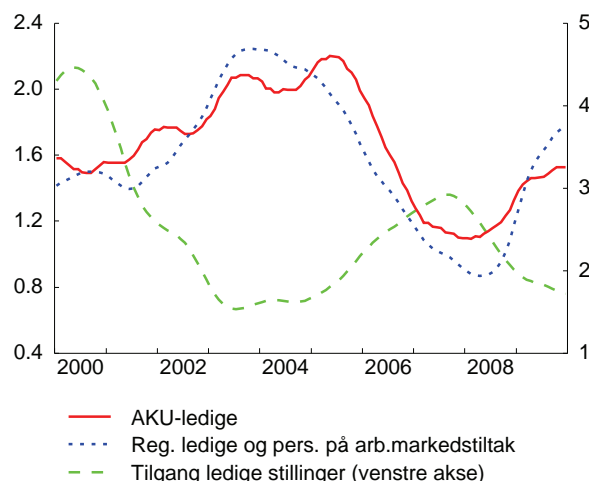
**Figur 4.12. Arbeidsstyrke, sysselsetting og timeverk. Sesongjusterte og glattede indekser, 2007=100**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Prisveksten i Norge tiltok gjennom 2007 og inn i 2008. Ikke minst bidro vekst i energiprisene sterkt slik at konsumprisveksten målt ved KPI ble fordoblet gjennom året. Økte energipriser slo gradvis gjennom i andre priser. Sammen med høy lønnsvekst førte det til økt prisvekst utenom energivarer. KPI-JAE viste således høyere vekst enn inflasjonsmålet siden sommeren 2008. Da finanskrisen satte inn og energiprisene falt, kom KPI-veksten raskt ned til mer normale nivåer, mens veksten i KPI-JAE først kom ned fra om lag 3 prosent til inflasjonsmålet etter sommeren 2009.

**Figur 4.13. Arbeidsledige og tilgang på ledige stillinger. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert og glattet**

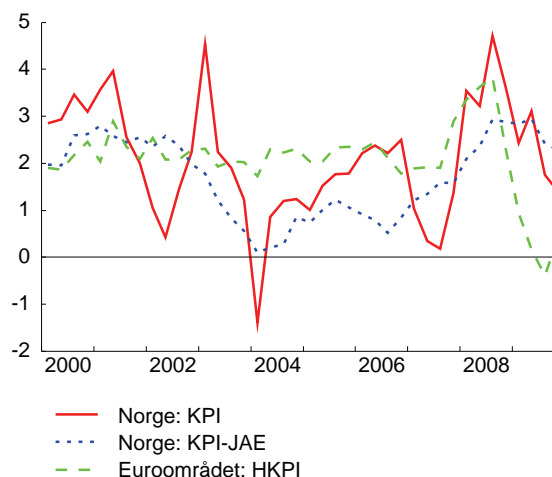


Kilde: Arbeids- og velferdsetaten og Statistisk sentralbyrå

En faktor som påvirket inflasjonen i Norge sammenliknet med i EU-landene var den sterke kronesvekkelsen som fant sted etter finanskrisen midt i september. Mens en amerikansk dollar kostet vel 5 kroner sommeren 2008 var kursen 7 kroner i desember og euroen økte fra om lag 8 kroner til nærmere 10 i romjula. Den importveide kronkursen svekket seg med om lag 15 prosent fra august til desember 2008. Til tross for dette – og i motsetning til hvordan pengepolitikken var under Asia-krisen i 1997 – satte nå Norges Bank ned sin styringsrente. Selv om påslaget mellom Norges Banks foliorente og 3 måneders pengemarkedsrente økte under krisen, ble pengemarkedsrenten omtrent halvert fra 3. kvartal 2008 til 1. kvartal 2009, og ytterligere redusert fram mot sommeren i fjor.

Tilbakeslaget i verdensøkonomien påvirker norsk økonomi gjennom mange kanaler. En kanal er markedsutviklingen for norsk eksport. Finanskrisen førte raske til en nedgang i eksporten av tradisjonelle varer. Flere av våre tradisjonelle eksportnæringer ble sterkt berørt av krisen gjennom et prisfall på verdensmarkedet. Et eksempel er prisene på aluminium som ble halvert fra sommeren 2008 til vinteren 2009, med den følge at verk ble ulønnsomme og stoppet produksjonen. Prisen på råolje, som var svært høy sommeren 2008, falt til nær fjerdeparten av sin toppnotering i noen uker. Regnet i norske kroner var fallet litt mer moderat som følge av kronesvekkelsen, men likevel så kraftig at man fryktet at petroleumsinvesteringene i Norge ville bli kraftig berørt og dermed bidra til å forsterke konjunkturedgangen ytterligere slik tilfellet var i etterkant av jappetiden for 20 år siden. Norge opplevde således et kraftig fall i bytteforholdet overfor utlandet som følge av finanskrisen, og effekten av dette på landets disponible realinntekt var mye større enn BNP-nedgangen.

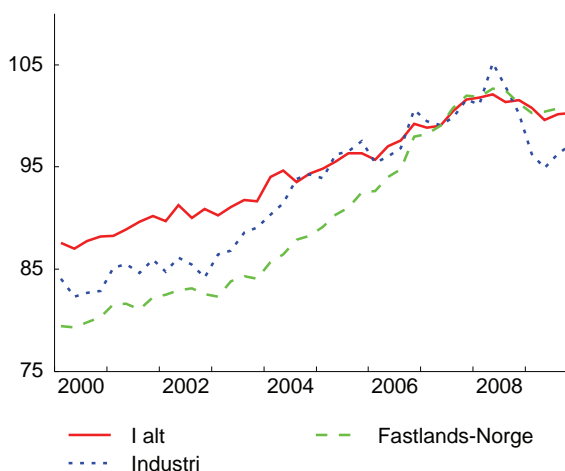
En annen kanal er via internasjonale finansmarkeder som påvirker valutakurser og kapitalstrømmer. Den umiddelbare følgen av finanskrisen som man så de første dagene etter den famøse septemberhelgen, var en voldsom økning i likviditets- etterspørselen og etterspørselen etter sikre papirer. Renta på statsobligasjoner gikk nærmest til null fordi kursene steg kraftig, dvs. at disse ble nå betraktet nesten som penger. Mer usikre papirer, slik som aksjer, falt kraftig i kurs. På Oslo børs hadde aksjekursene falt litt siden sommeren 2008 i tråd med en begynnende konjunkturedgang, men etter 15. september falt kursene kraftig og ble om lag halvert gjennom andre halvår 2008. Reduksjonen i formuesverdiene påvirker etterspørselen negativt. Høye renter virket i samme retning og det tok tid før rentenedsettelsene i slutten av 2008 og inn i 2009 fikk effekt.

**Figur 4.14. Konsumprisindeksen. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før**

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Flere forhold skulle imidlertid bidra til å redusere effektene i Norge av den internasjonale nedgangen. Kraftige stimulanter fra finanspolitikken er alt nevnt. Automatiske stabilisatorer i finanspolitikken bidro også til å dempe utslagene. Pengepolitikken bidro sammen med det at finansmarkedene i usikre tider ser ut til å oppfatte valutaen i små marginale land som spesielt risikable, til betydelig svekkelse av kronekursen. Dette gjorde at eksportbedriftene fikk en gunstigere prisutvikling i norske kroner enn i utenlandsk valuta. Det dempet effekten av den internasjonale nedgangen. I tillegg ble det iverksatt en rekke tiltak overfor bankene for å sikre deres likviditet og få ned pengemarkedsrenten i tillegg til reduksjon i styringsrenta. Tilsvarende, om enn ikke like kraftige, tiltak i andre land, bidro til at produksjonsnedgangen stoppet opp gjennom sommerhalvåret 2009.

Vinteren 2010 er det økonomiske bildet fremdeles preget av den internasjonale finanskrisen. I USA har myndighetene reddet en rekke store finansieringsforetak fra konkurs, mens andre har gått over ende. Problemene i finanssektoren har slått inn også i en rekke europeiske land, og Norge er ikke skjermet fra virkningene. Norsk økonomi er riktignok mer robust enn de fleste og forhåpentligvis blir landingen relativt myk slik SSBs prognoser viser, se figur 4.1. Men nok en gang er vi blitt minnet om at konjunkturbevegelser ikke hører fortiden til, men synes å være en ganske systematisk egenskap ved markedsøkonomien.

**Figur 4.15. Bruttonasjonalprodukt. Sesongjustert og glattede indekser, 2007=100**

Kilde: Statistisk sentralbyrå



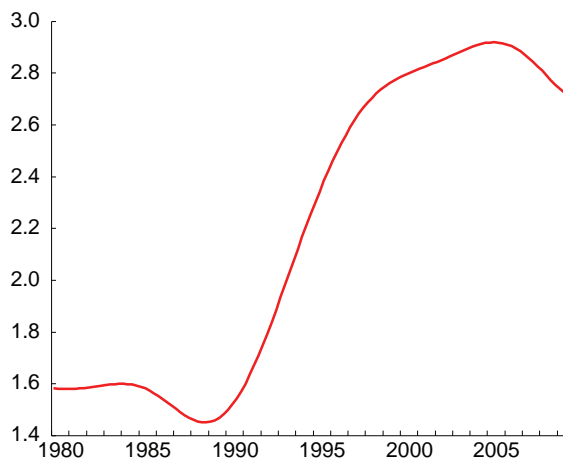
## 5. Norsk økonomi på 2000-tallet – tilbudssiden

1990-tallet markerte et viktig brudd med den svake økonomiske utviklingen på 1980-tallet. Etter en svak vekst i mer enn et tiår, tok veksten seg gradvis sterkt opp i løpet av 1990-tallet slik at den underliggende veksten var nesten fordoblet ved inngangen til 2000-tallet. Ved utgangen av det siste tiåret (2009) ser veksten ut til å ha blitt noe moderert, noe som åpenbart har sammenheng med finanskrisen. Det kan imidlertid også henge sammen med at faktorproduktivitsveksten har avtatt utover på 2000-tallet. Det er derfor for tidlig å si om vi står foran en periode med lavere underliggende vekst i BNP Fastlands-Norge enn vi har opplevd det siste tiåret.

Både OECD og IMF har hevdet at finanskrisen vil føre til lavere økonomisk vekst i lengre tid og da ikke av rene konjunktuelle grunner. Argumentene er blant annet at finanskrisen vil føre til lavere investeringer som gjennom lavere vekst i kapitalbeholdningen og kanskje også teknologisk utvikling har effekter på veksten. I tillegg vil høy ledighet i mange år føre til at deler av arbeidsstyrken i realiteten går ut av produktiv virksomhet på permanent basis ved at de mister sine kunnskaper, ikke får oppgradert dem på løpende basis i jobben og lignende.

En måte man kan analysere den økonomiske veksten på er å dekomponere veksten i arbeidsproduktiviteten (produksjon per timeverk) i økt kapitalintensitet (endring i realkapital per timeverk) og vekst i total faktorproduktivitet (som beregnes som en residual).<sup>10</sup> Analyser viser da at det er en sterk økning i faktorproduktiviteten som forklarer det meste av økningen i veksten i arbeidsproduktiviteten i Norge som fant sted fra 1980-tallet og fram til 2000-tallet.<sup>11</sup> En tolkning av dette er at vi er i stand til å kombinere produksjonsfaktorene i norsk økonomi på en stadig mer effektiv måte over tid og/eller at kvaliteten på faktorene forbedres.

**Figur 5.1. Trendvekst<sup>1</sup> BNP Fastlands-Norge. Prosent**



<sup>1</sup> Vi viser til omtalen av beregningen av konjunkturavviket i tilknytning til figur 4.1 foran for en forklaring av hva vi mener med trendveksten. Litt forenklet kan vi at det er veksten som følger av å trekke en linje gjennom alle faktiske observasjoner av BNP Fastland-Norge (i faste priser) fra begynnelsen av 1970-tallet og så langt fram i tid vi har observasjoner og pålitelige prognoser.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

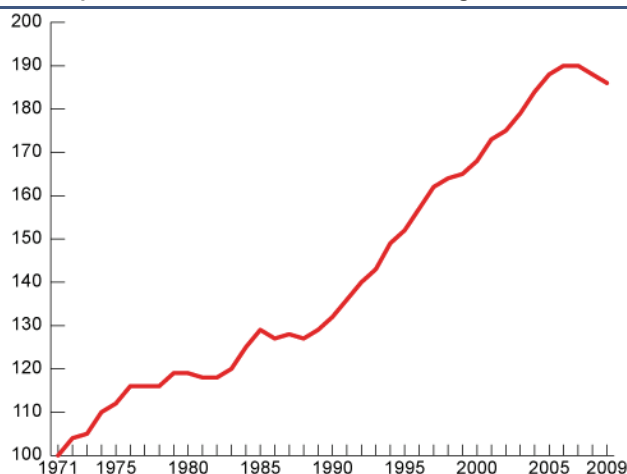
Det siste kan for eksempel skje ved at arbeidskraften gjennomgående er bedre utdannet nå enn tidligere. Også mer automatiserte produksjonsmetoder kan bidra til høy produksjon uten store økninger i innsatsen verken av realkapital eller

<sup>10</sup> La oss kalle BNP i fastlandsøkonomien for  $Y$ , timeverk i fastlandsøkonomien for  $L$  og realkapitalen for  $K$ . Da er veksten i total faktorproduktivitet lik veksten i  $Y/L$  minus "a" multiplisert med veksten i  $K/L$  hvor "a" er en parameter som avhenger den funksjonelle inntektsfordelingen over tid.

<sup>11</sup> Slike analyser publiseres i forbindelse med Økonomisk utsyn hvert år, se Statistisk sentralbyrå (2010) hvor disse tallene er hentet fra.

arbeidskraft. Dette kan bidra til at produktivetsveksten i hovedsak ”forklares” ved høyere total faktorproduktivitet.

**Figur 5.2. Total faktorproduktivitet, bedrifter Fastlands-Norge, 1971=100**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

At arbeidskraften gjennomgående er blitt mer utdannet enn tidligere, er det ingen tvil om. Relativt til de fleste andre land er utdanningsnivået i Norge økt mye de senere tiårene. Det kommer til uttrykk ved at andelen med høyere utdanning i yngre kohorter, er klart høyere enn for eldre kohorter, se tabell 1. Mens bare en fjerdedel av de i aldersgruppen 55-64 hadde høyere utdanning, er andelen hele 42 prosent for den yngste aldersgruppen. Vi ser at et land som USA, har hatt en stor andel av sin arbeidsstyrke med høy utdanning i lang tid, mens Norge ikke har hatt det. Vi er imidlertid i ferd med å komme opp blant landene med en høy andel høyt utdannede i arbeidsstyrken, sammen med de andre nordiske landene. Definisjonen av hva som kreves for å bli registrert som å ha høyere utdanning, varierer litt mellom landene i tabellen, så man skal legge mest vekt på endringene innen hvert land for de ulike kohortene. I vår sammenheng legger vi altså vekt på at arbeidskraftens utdanning blir stadig høyere noe som vil bidra til at total faktorproduktivitet øker over tid via økt kvalitet på arbeidskraft.

**Tabell 5.1. Utdanning utover videregående etter alder. Prosent**

Utdanning utover videregående prosent	25-64 år	25-34 år	35-44 år	45-54 år	55-64 år
Norge .....	33	42	35	30	25
Danmark .....	35	41	36	33	28
Finland .....	35	38	41	34	27
Sverige .....	31	39	29	29	25
Frankrike .....	26	41	27	19	16
Italia .....	13	17	14	11	9
Nederland .....	30	36	30	30	25
Spania .....	28	39	31	22	15
Storbritannia .....	30	37	31	29	24
Tyskland .....	24	22	25	25	23
USA .....	39	39	41	40	38
OECD snitt .....	27	33	28	24	19

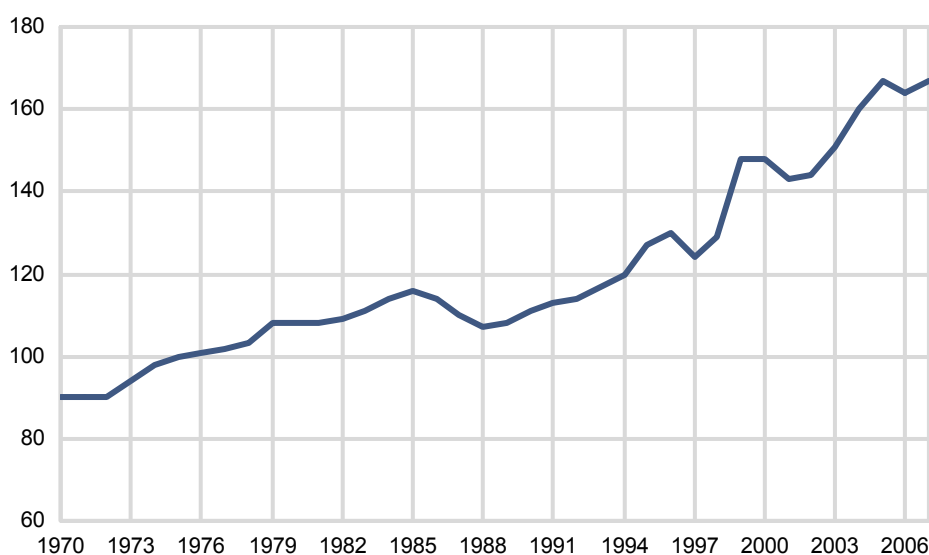
Kilde: Education at a Glance 2008, OECD

Selv om vi kan komme et stykke på vei ved å forklare den sterke veksten i samlet faktorproduktivitet gjennom å vise til økt faktorkvalitet, er den gunstige økonomiske utviklingen i Norge de siste tjue årene vanskelig å forklare. OECD har endog kalt den norske utviklingen for et ”puzzle”. Norge har hatt en vekst i total faktorproduktivitet på nesten 2 prosent årlig de siste 20 årene. Det er bortimot den høyeste veksten i hele OECD. Norge har imidlertid ikke satset spesielt mye på forskning og utvikling slik våre naboland Sverige og Finland har gjort. Innovasjonsundersøkelser viser at Norge heller ikke har høye investeringer i innovasjonsaktiviteter mer generelt. Norge har dessuten en næringsstruktur som mange mener ikke bidrar til en sterk økonomisk vekst fordi den ikke er spesielt orientert

mot typiske vekstsektorer i økonomien, slik som farmasøytisk industri og IKT-sektoren. Norge har altså en høy produktivitetsvekst trass i noen strukturelle faktorer som tilsier at vi skulle ha hatt lav eller moderat vekst. Vi har pekt på bedre kvalitet på arbeidsstyrken som en mulig forklaring, men vi må innrømme at det neppe er en tilstrekkelig forklaring, og at vi nå ikke har en fullgod forklaring på den sterke produktivitetsveksten.

At Norges økonomiske utvikling er et "puzzle" kan også illustreres ved utviklingen i BNP per innbygger målt med kjøpekraftspariteter og regnet i felles valuta. I figur 5.3 viser vi utviklingen for Norge relativt til OECD gjennomsnittet i perioden 1970-2007. Her ser vi på samlet BNP inklusive utvinning av petroleum og målt i internasjonale priser slik at økte råoljepriser over tid gir økt relativ inntekt for Norge. Figuren viser at mens Norge hadde et inntektsnivå litt under OECD-gjennomsnittet før oljeeventyret startet, kom vi i løpet av 1970-tallet over dette snittet. I løpet av 1980-tallet endret ikke dette seg vesentlig, men på 1990-tallet økte Norges sitt relative inntektsnivå mye, og passerte for øvrig alle de nordiske landene med god margin. På 2000-tallet befestet Norge sin stilling som et av verdens "rikeste land".<sup>12</sup> I noen grad skyldes dette de høye oljeinntektene på 2000-tallet, men også om vi ser bort fra de ekstraintektene Norge oppnår gjennom petroleumsvirksomheten, og som i 2007 utgjorde vel 15 prosent av BNP eksklusive petroleumrenten, har Norge hatt et svært høyt inntektsnivå på 2000-tallet.

**Figur 5.3. BNP per capita i Norge i prosent av OECD-gjennomsnittet. Kjøpekraftjusterte tall**



Kilde: OECD National Accounts 2008.

<sup>12</sup> Det er bare Luxembourg som har høyere BNP per innbygger enn Norge av OECD-landene og mye av dette fyrstedømmets inntektsnivå skyldes at det er et administrasjonssenter med mange arbeidsplasser, men ikke egentlig et land med mange bosatte. Folk fra omkringliggende land pendler folk til Luxembourg, noe som gir høyt BNP og få innbyggere altså tilsynelatende et rikt land. Rikdommen tilfaller imidlertid i større grad utlendinger slik at BNP er et dårlig mål på inntekt.

## 6. Finanskrisen

Mens finanskrisen i snever forstand kan være over, er de realøkonomiske følgene fortsatt store. Ikke minst har arbeidsledigheten i OECD-området steget til gamle rekordnivåer fra begynnelsen 1980-årene. Selve produksjonsfallet har riktignok stoppet i de fleste land opp i løpet av 2009, og det er nå tegn til moderat vekst. Bankene tjener penger igjen, men det er fortsatt tap i banksystemet som ennå ikke er kommet opp til overflaten. Fordi produksjonsveksten i mange land mest drives av lageroppbygging og ekspansiv økonomisk politikk som ikke er opprettholdbar i lengden, er sannsynligheten for stagnasjon fortsatt stor. Man kan heller ikke utelukke nye tilbakeslag.

Finanskrisen kan sies å ha hatt tre faser. Den første var ganske mild og innebar økt finansiell uro, økte risikopremier og noen finansinstitusjoner som enten ble nasjonalisert eller overtatt av andre finansinstitusjoner.<sup>13</sup> Andre fase ble innledet med konkursen i Lehman Brothers 15. september 2008 som medførte en fullstendig kollaps i tillit i finanssystemet som spredte seg verden over. Den første fasen ble utløst av en korreksjon i det amerikanske boligmarkedet som gjorde at institusjoner som holdt pantelånsrelaterte papirer fikk problemer. Det håndterte myndighetene på en ad hoc måte etter hvert som problemene oppsto. I den mest akutte (andre) fasen kollapset obligasjons- og kredittmarkedene og lånekostnadene i overnattmarkedet mellom bankene var svært høye. Usikkerheten førte til en flukt i retning av sikre papirer. Rentene på statsobligasjoner sank dramatisk fordi kursene økte som følge av høyere etterspørsel. Man flyktet fra aksjer og valutaplasseringer i perifere valutaer som den norske kronen. Kursene på disse usikre papirene sank.

Da krisen ble akutt, måtte det sterkere tiltak til og myndighetene lagde store redningspakker for finansinstitusjoner som kom i problemer. I USA skjedde det en ganske stor endring i strukturen i finanssystemet ettersom investeringsbankene ble konvertert til normale forretningsbanker. I løpet av oktober 2008 ble en rekke amerikanske og europeiske banker reddet og myndighetenes (dvs. regjeringene og sentralbankene i samspill) besluttsomhet bidro til at tilliten vendte tilbake til finanssystemet selv om risikopremier fortsatt var høyere enn før medio september.

I den tredje fasen av finanskrisen, som vi nå kan sies å være inne i, er det de realøkonomiske følgene som står i fokus. Denne fasen blir den mest langvarige og ligger i hovedsak foran oss i tid. Da skal aktørene i økonomien konsolidere sin finansielle stilling, bygge opp igjen beholdninger som er gått tapt under krisen, redusere sin løpende etterspørsel etter realaktiva for å påskynde konsolideringen. Myndighetene, som har båret mye av kostnadene av krisen, må justere sin politikk siden mange land nå er i en uholdbar budsjettssituasjon. Dette skal vi komme tilbake til.

Det er vanlig å peke på tre sett av faktorer for å forklare finanskrisens årsaker, se Furceri og Mourougane (2009). For det første en for ekspansiv pengepolitikk med lave renter sammen med ubalanser i kapitalstrømmene mellom land som skyldes permanente og store overskudd/underskudd mellom land i verdenshandelen. Dette skal vi se litt nærmere på nedenfor. Den andre gruppen av faktorer er utilstrekkelige eller feilaktige reguleringer av finanssystemet; deler av systemet var utenfor reguleringer og ekspanderte kraftig, deler av systemet var pålagt utlån som ikke var basert på normale kredittvurderingskriterier, manglende transparens i relasjonen mellom institusjoner osv. Den tredje gruppen faktorer knytter seg til hvordan aktører oppfører seg i markedet; flokkmentalitet og prinsipal – agent problemer knyttet bl.a. til belønningssystemet i finanssektoren.

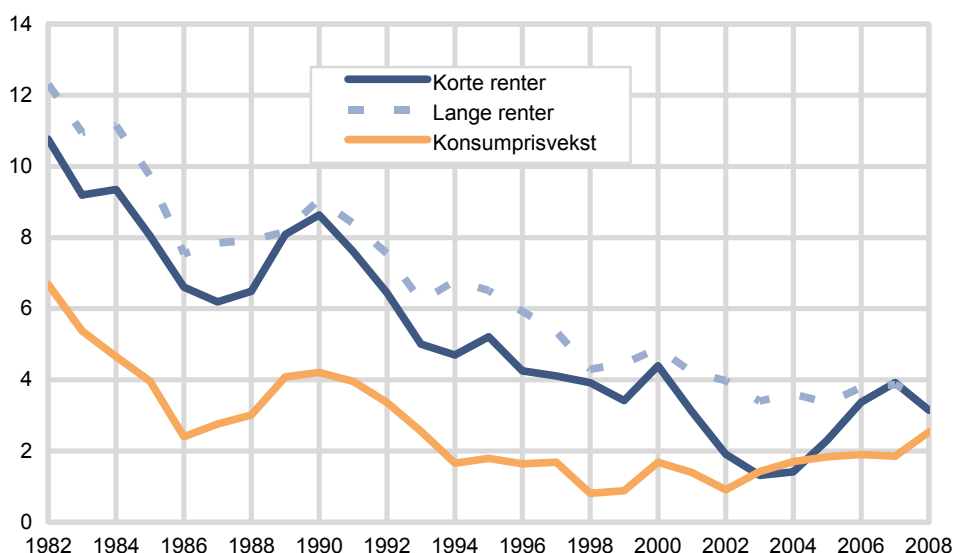
<sup>13</sup> Northern Rock i Storbritannia ble nasjonalisert i februar 2008 og Bear Stearns overtatt (med subsidier fra US FED) i mars. I uka før Lehman Brothers konkursen ble Freddy Mac og Fannie Mae de facto overtatt av staten. I Norge hadde vi i denne perioden Terra-saken.

Å rette opp mangler i reguleringene av finanssektoren er nødvendig, men er neppe tilstrekkelig til å hindre framtidige kriser. Det skyldes at finansmarkedene er så innovative fordi det lønner seg å lage nye produkter og forretningsmodeller. Før disse kan bli utsatt for reguleringer, må de først ha blitt funnet opp og markedsført. Reguleringer vil alltid måtte skje i etterkant av disse innovasjonene, og da kan det være for sent slik vi nå har oppdaget. Dette er imidlertid ikke et argument for ikke å regulere, men bare en påminnelse om at man antakelig aldri vil kunne skape det perfekte reguleringssystem som er robust overfor innovasjoner i finansverden.

Det første momentet for å forstå bakgrunnen for finanskrisen - underliggende utbalanser og pengepolitikk - er det vel verd å reflektere litt over. Når avkastningen på tradisjonelle og sikre plasseringer blir lav, øker interessen for risikofylte investeringer. De lave rentene gjør det også billigere å låne for så å investere i risikofylte aktiva. Etterspørsel etter aktiva – reelle som finansielle – øker når rentene er lave. Det gir prisøkning på disse aktivaene, noe som forsterker oppfatningene om at avkastningen syntes høy og risikoen lav, særlig ettersom kostnadene i form av renter er lave.

Myndighetene i mange land holdt rentene rekordlave gjennom 2002-04 i et forsøk på å få i gang veksten igjen etter konjunkturtilbakeslaget i 2001. Men noen år med ekspansiv pengepolitikk var ikke alene nok til å skape krisen, som nevnt ovenfor. Det har nemlig vært mange år med lave renter. Fra begynnelsen av 1980-tallet og fram til 2010 har realrenten vært fallende. Det høye realrentenivået internasjonalt på begynnelsen av 1980-tallet var som kjent forårsaket av en kraftig pengepolitisk innstramning med siktemål å få bukt med 1970-tallets høye inflasjon. Det klarte man da også i løpet av 1980-tallet godt hjulpet av positive tilbudssidesjokk fra OPEC som økte sin oljeproduksjon kraftig slik at oljeprisene ble halvert fra 1985 til 1986. Hele 1980-tallet var kjennetegnet av meget høye realrenter (og lav økonomisk vekst) også i et historisk perspektiv. På 1990-tallet ble realrentene gradvis redusert og inflasjonen kom ned på akseptable nivåer. Utover på 2000-tallet har realrentene falt ytterligere og har gjennomgående ligget omkring 2 prosentpoeng. Hele tiden har vi hatt positive tilbudssidesjokk som har gitt høy økonomisk vekst med lav inflasjon.

Figur 6.1. Renter og inflasjon, veiet snitt for USA, Japan og Euro. Prosent



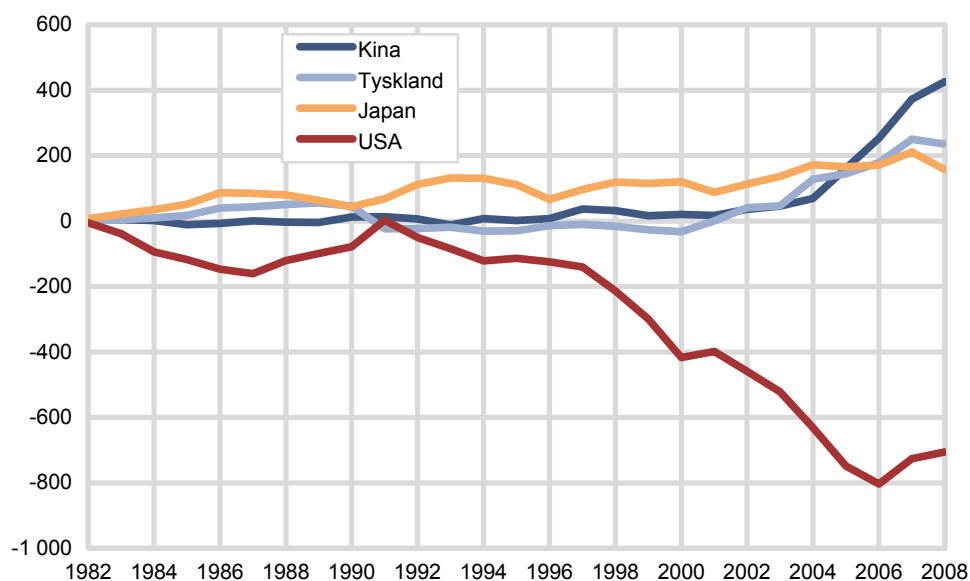
Kilde: Johansen (2009)

De markedsbestemte, lange rentene og de politisk styrte, korte, nominelle rentene har fulgt hverandre nedover. Verdensøkonomien har fått et tilbakeslag hver gang man har økt de korte rentene. Hvordan kan vi forklare denne langsiktige trenden i retning av fallende realrenter?

Når økonomer skal forklare hva som skjer når prisen på et gode faller, pekes det på at tilbudet er større enn etterspørselen. Hvordan anvende dette på realrenten? Et mulig synspunkt er at når ønsket sparing i utgangspunktet er større enn ønsket investering, vil realrentene presses ned. Så hvorfor har ønsket sparing vært større enn ønsket investering i verden de siste 25 årene?

En mulighet er som Johansen (2009) å påpeke en annen og sammenfallende trend de siste 25 årene; økende utenriksøkonomiske ubalanser mellom land, jfr. figur 6.2. USA har gjennomgående hatt store underskudd på sin driftsbalanse overfor utlandet siden tidlig på 1980-tallet. Også Japan har hatt store overskudd. Det nye de siste årene er at Kina sammen med Tyskland har overtatt som de store overskuddslandene. Det å ha overskudd i utenriksøkonomien er nettopp et uttrykk for at landet har en ubalanse mellom ønsket sparing og ønsket realinvestering. Landet eksporterer kapital til resten av verden.

**Figur 6.2. Driftsbalansen overfor utlandet. Milliarder US dollar**



Kilde: Johansen (2009)

Men hva så med underskuddslandene? Dersom de i utgangspunktet hadde balanse mellom ønsket sparing og realinvestering, vil lavere renter presse ønsket sparing ned og eventuelt realinvesteringene opp, og gi disse landene et underskudd i utenriksøkonomien. Å påstå at det er underskuddene i underskuddslandene (for eksempel USA) som har forårsaket overskuddene (for eksempel i Kina) er derfor å snu årsakssammenhengene på hodet. Da hadde realrentene steget, ikke sunket.

Hvorfor har ønsket sparing oversteget ønsket realinvestering i overskuddslandene? Her er det opplagt mange årsaker. Begrenser vi oss til de tre landene på topp, har de alle satsset på industribasert, eksportledet vekst. Japan og Tyskland er også to av landene som står foran den sterkeste aldringen av befolkningen i verden, til tross for at ingen av dem hadde noen baby-boom etter krigen. De har behov for høy sparing, men har på grunn av den demografiske utviklingen ikke tilsvarende stort behov for realinvesteringer. Dette vrir sparingen over mot finansinvesteringer. Dette gjelder også for Norge, men her spiller konverteringen av en naturformue til andre kapitalgjenstander hovedrollen.

Dersom de samlede finansinvesteringene i et land skal øke, må de netto plasseres ute, som fordringer på andre land. Siden finansinvesteringene for verden i alt må være null – en fordring motsvares av en annens gjeld – vil høyere kapitaleksport presse rentene ned også i andre land. Dette vil virke tilbake på sparingen, og selvsagt synligst i de landene som ikke opplevde en like sterk vridning mot

finansinvesteringer, dvs. land som bare får en moderat eldrebølge slik som USA og Storbritannia.

For Kina kommer noen momenter i tillegg. Kina har høye realinvesteringer, men har likevel så høy sparing at nettoen blir kapitalutgang. Foruten at også Kina står foran en kraftig eldrebølge, opplever kineserne en svært høy inntektsvekst fra et meget lavt nivå, samtidig som de har mangelfulle sosiale ordninger og har bare hatt lov til å ha ett barn. For å bygge opp en økonomisk reserve i tilfelle en skulle bli rammet av arbeidsledighet og sykdom og sikre seg en pensjon i takt med veksten i inntektene, ønsker husholdningene å spare mye. Kina fører dessuten i hovedsak en fastkurspolitikk mot dollar noe som har bidratt til landets sterke konkurranseevne og overskuddet i utenriksøkonomien. Kina har også fortsatt begrensninger på kapitalbevegelser, og erfaringen fra Asia-krisen tilsier at de nok ikke uten videre ønsker å gi slipp på den kontrollen. Det er myndighetene selv som står for kapitalutgangen. Kinesiske myndighetene bestemmer valutakursen og av innenlandske grunner velger de å fastholde en svakere valuta i forhold til dollar enn hva som skaper balanse i utenriksøkonomien.

Overskudd i utenriksøkonomien i mange land, i de siste årene særlig i Kina, bidrar altså til å presse rentene ned og øke husholdningers låneopptak i andre land, særlig i USA. Dette la grunnlaget for krisen i finansmarkedene som raskt smittet over i realøkonomien. Det er vanskelig å tenke seg at vi vil få en tilbakevending til en slik praksis igjen i samme skala fordi det er grenser for hvor mye gjeld husholdningene ønsker å sitte med og noen er villige til låne ut. Foreløpig er problemet flyttet over på myndighetene, i form av store budsjettunderskudd, men det er ikke en bærekraftig løsning på ubalansene. Kina må derfor enten endre sin valutakurspolitikk, ellers må de påregne mottiltak mot landets ubalanserte handel. Jo sterkere Kina blir integrert i internasjonal økonomi, jo større vil ubalansene kunne bli, men det blir også skadevirkningene for verdensøkonomien av mottiltak. Norge, et av landene i verden som har tjent mye på Kinas inntreden på verdensmarkedet, vil kunne bli særlig hardt rammet gjennom et bytteforholdstap slik vi opplevde fra 2008 til 2009.

Det er vanskelig å tenke seg at man skal kunne lage et sett med reguleringer av finansmarkedene som hindrer finansielle bobler og samtidig fungerer vekstfremmende. Man må balansere ulike hensyn så lenge man vil ha et markedsbasert finanssystem. Fordi det perfekte reguleringsregime antakelig er umulig å finne opp, må det snarere være en holdning blant reguleringsmyndigheter om stadig å være på vakt overfor innovasjoner som kan true det finansielle systemets stabilitet, og prøve å regulere før det er for sent. I flere tiår har holdningen vært at markedet er et selvregulerende og fundamentalt sett stabilt styringssystem. For mange har finanskrisen vist nok en gang at det er feil. Erfaringene fra 1930-tallets kriser ble glemt, reguleringer avvirket og nye kriser kom. En ny konsensus om behovet for aktiv regulering, er imidlertid ennå ikke etablert. Ser man hvordan ledelsen i de store amerikanske bankene argumenterer, er det langt fra åpenbart hva politikutfallet vil bli.

Finanskrisens tredje fase - den etterfølgende realøkonomiske lavkonjunkturen - er kanskje den første store utfordring for EUs felles valuta. Hvordan skal man forene en felles pengepolitikk og fortsatt overveiende nasjonal finanspolitikk? Mange EU-land slet allerede før finanskrisen med store budsjettunderskudd, og fremveksten av Kina som global industrimakt bidro til å redusere europeisk konkurranseevne.

Utfordringene er svært ulike i de forskjellige delene av eurosonen. Mens Tyskland fortsatt har høy produktivitet, høy sparerate og overskudd i utenriksregnskapet (men underskudd på statsbudsjettet), sliter svakere økonomier - Hellas, Spania, Portugal, Irland, Italia - med lav produktivitet og store strukturelle underskudd, særlig på statsbudsjettene, men noen også i utenriksøkonomien. EU-kommisjonen har anbefalt at nasjonale finanspolitiske tiltak blir koordinert og avsluttet før felles pengepolitiske tiltak (i praksis renteøkning) blir gjennomført. Den europeiske

sentralbankens uavhengighet har det vært stor oppslutning om også under krisen, men det kan ligge en kime til fremtidig uenighet her. Mens Tyskland er opptatt av at euroen ikke svekkes, er det i de svakere landene frykt for at den europeiske sentralbanken skal være for rask med å sette opp renten dersom inflasjonstendenser igjen skulle vise seg i Frankrike eller Tyskland. Så langt har den europeiske sentralbanken vært tydelig på at de lave rentene vil vare ved et stykke ut i 2010.

2009 ble et år preget av resesjon og dramatisk økning i arbeidsledigheten i Europa som nå har nådd 10 prosent av arbeidsstyrken. Nylig publiserte anslag for BNP-utviklingen i 2009 viser et fall på om lag 4 prosent i BNP for både EU og euroområdet i 2009. Blant de store medlemslandene varierer tilbakegangen mellom 2 prosent i Frankrike og 4,5 – 5 prosent i Tyskland, Italia og Storbritannia. Innenfor euroområdet er Slovenia og Irland (-7½ prosent) hardest rammet, tett fulgt av Finland (-7 prosent) og Slovakia (-6 prosent). Utenfor euroområdet er situasjonen mest ekstrem i Baltikum, hvor BNP antas å ha falt med nesten 14 prosent i Estland, og rundt 18 prosent i Latvia og Litauen. I Danmark og Sverige er BNP-fallet om lag som for EU-snittet.

Variasjonen i hvor hardt påvirket medlemslandene avhenger bl.a. av

1. Finanssektorens størrelse og eksponering mot risikable verdipapirer (for eksempel Storbritannia)
2. Økonomiens eksportavhengighet (for eksempel Tyskland) og driftsbalansen (for eksempel Ungarn og Baltikum)
3. I hvilken grad boligprisene var kunstig høye og bygningssektoren for stor (for eksempel Irland og Spania)

Arbeidsledigheten er nå som nevnt 10 prosent, men med store variasjoner mellom medlemslandene. Spania er særlig hardt rammet med en arbeidsløshet på rundt 20 prosent og en ungdomsledighet på 42 prosent. En ungdomsledighet på rundt 25 prosent er blitt et vanlig fenomen i flere EU-land. Selv i Sverige, som normalt har hatt lav ledighet, er ungdomsledigheten på dette nivået, noe som påvirker mobiliteten fra Sverige til Norge. I flere land er det en politisk utfordring å hindre at befolkningen kommer i drift og unngå spenninger og økt fremmedfrykt mellom landenes etniske befolkning og innvandrerbefolkning. Slike tendenser kan lett utnyttes og forsterkes av populistiske politiske krefter, slik man nylig har opplevd i Sør-Italia.

Mange europeiske land er i ferd med å bli sterkt forgjeldet og innfrir ikke Maastricht-kravet om maksimal gjeldsgrad på 60 prosent av BNP. Italia (114 prosent), Hellas (112 prosent - antakelig underestimert) og Belgia (97 prosent) har høyest gjeldsgrad, men også andre land ligger over Maastricht-kravet (Ungarn 79 prosent, Frankrike 76 prosent, Portugal 77 prosent og Tyskland 73 prosent). For de fleste land er gjeldsgraden økende, og forventes først å stabilisere seg i 2011. 2009 var preget av økning i budsjettunderskuddet. Størst er underskuddene i Hellas, Irland, Storbritannia og Spania som alle har underskudd på om lag 12 prosent av BNP. EU-Kommisjonen forventer en økning i budsjettunderskuddene i 2010 til et gjennomsnitt på 7,5 prosent i EU og 7 prosent for Euroområdet. Dette er langt unna kravene til opprettholdbar finanspolitikk slik disse er formulert i Maastricht-avtalen.

EU-toppmøtet i desember 2009 vedtok igangsettelse av korreksjon av overdrevne underskudd mot en rekke nye medlemsland. I alt er nå 20 land innenfor EUs underskuddsprosedyre. Under de foreliggende omstendigheter, hvor så å si alle medlemsland bryter underskuddsgrensen, har EU-Kommisjonens strategi vært å akseptere relativt lange frister for korreksjon, men kombinert med større innstramminger når konsolideringen starter. Frankrike, Spania, Irland og Storbritannia får ett års forlengelse av fristen som ble satt i april i fjor. Etter dette har Irland og Storbritannia frist frem til 2014-15 for å bringe underskuddet under grensen på 3 prosent av BNP, mens Belgia og Italia må korrigere innen 2012. Tsjekkia,



Tyskland, Nederland, Østerrike, Portugal, Slovenia og Slovakia har fått frist til 2013. Alvoret i den økonomiske situasjon for EU understrekes også av at tre medlemsland (Ungarn, Romania og Latvia), samt Island, nå er omfattet av IMF-stabiliseringsprogrammer.

Mange EU-land har altså en nærmeste prekær statsfinansiell stilling. I tillegg har mange av landene en kommende eldrebølge foran seg. Flere av EU-landene har gjennom reformer av sine pensjonssystemer overført en vesentlig del av pensjonsutfordringene til husholdningene eller arbeidsgiverne. Men finansieringen av statsgjelden i EU kan bli et problem i tiden framover. Det vil særlig gjelde de landene hvor statsgjelden er blitt nedgradert og hvor risikopremien kan øke og gjøre det enda vanskeligere å bære byrden av statsgjelden framover. Denne utviklingen får også betydning for investorer som tradisjonelt har plassert sin portefølje ut fra en vurdering av statsobligasjoner som spesielt sikre papirer versus aksjer som usikre. Den finansielle usikkerheten i EU vil kunne påvirke Statens pensjonsfond utland og myndighetenes vurdering av fondets investeringsstrategi. De nordiske landene (unntatt Island) er imidlertid i en annen finansiell situasjon, og har så langt ikke slike problemer som mange EU-land har.

## 7. Avslutning

BRIC-landenes og ikke minst Kinas sterke vekst har vært gunstig for Norge som i stor grad er en råvareprodusent. Ubalansene i verdenshandelen, som henger sammen med BRIC-landenes vekst, og globaliserte kapitalmarkeder med utilstrekkelige reguleringer, har på ny skapt en finanskriser og en kraftig konjunkturedgang i verdensøkonomien. Det rammer Norge som en liten åpen økonomi.

Norge har fått nye politikkregler som har hjulpet oss i denne krisen. Men i en ustabil økonomisk verden, har reglene vist seg ikke å være helt tilstrekkelige for å motvirke sjokkene og det har vært nødvendig med supplerende kredittpolitiske tiltak. Reguleringer av finanssektoren står nå på dagsorden for myndighetene.

Konjunkturbevegelsene og finanskrisen har vist betydningen av aktiv stabiliseringspolitikk. Regler i politikken er nyttige hjelpemidler, men virkeligheten er mer kompleks enn hva stiliserte tankeskjemaer fanger opp. Økonomer og politikere har derfor fremdeles en viktig rolle å spille i den løpende politikktøvelsen, ikke bare gjennom regelutforming.

## Referanser

- Bergman, M., S. Juel og E. Steigum (2009): Norges Bank Watch 2009. Monetary Policy and the Financial Turmoil, Centre for Monetary Economics, BI.
- Bjørnstad, R., Å. Cappelen og R. Nymoene (2009): *Inflasjon og prognoser*, Samfunnsøkonomen 2009/1.
- Cappelen, Å. (1998). *Har Solidaritetsalternativet noen framtid?* Sosialøkonomen 52, nr 9, 6-9.
- Cappelen, Å. (2001): *Ny økonomi – An American dream comes true?*, i B.S Tranøy og Ø. Østerud (red.) *Mot et globalisert Norge?* Universitetsforslaget, Oslo.
- Cappelen, Å., P.R. Johansen, K. Moum og I.S. Wold (2000): ”New Economy” eller fortsatte konjunktursvingninger? Folketrygdfondets årsrapport 1999.
- Eika, T. (2009): *Nasjonalbudsjett på sporet?* Samfunnsøkonomen 2009/8.
- Eikeli, T., A.K. Haug, K. Houg og Erling Steigum (2003): Norges Bank Watch 2003. An Independent Review of Monetary Policy in Norway. Centre for Monetary Economics, BI.
- Furceri, D. and A. Mourougane (2009): *Financial Crises: Past Lessons and Policy Implications*, Economics Department Working Papers No. 668, OECD, Paris.
- Fukuyama, F. (1992): *The End of History?* Avon Books Inc. New York.
- Hobsbawm, E. (1995): *Age of Extreme. The Short Twentieth Century 1914-1991*, Abacus, London.
- Huntington, S.P. (1996): *Clash of civilisations and the remaking of world order*, Touchstone, New York.
- Johansen, P.R. (2009): *Overskudd skapte finanskrisa*, Finansavisen, desember 2009.
- Skånland, H. (1998): *En pengepolitikk for Norge - etter Solidaritetsalternativet*. Sosialøkonomen 52, nr 7, 2-11.
- Statistisk sentralbyrå (2010): *Økonomisk utsyn over året 2009*, Økonomiske analyser 1/2010.

## Vedlegg A: Tabell

### A1. Makroøkonomiske hovedstørrelser 2000-2009. Prosentvis endring fra året før der ikke annet framgår

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*
<b>Realøkonomi</b>										
Konsum i husholdninger mv. ....	4,2	2,1	3,1	2,8	5,6	4,0	4,8	5,4	1,3	0,0
Konsum i offentlig forvaltning .....	1,9	4,6	3,1	1,7	1,5	0,7	1,9	3,0	4,1	5,2
Bruttoinvestering i fast realkapital .....	-3,5	-1,1	-1,1	0,2	10,2	13,3	11,7	12,5	1,4	-7,9
Utvinning og røtransport .....	-22,9	-4,6	-5,4	15,9	10,2	18,8	4,3	6,3	3,7	6,4
Fastlands-Norge .....	-1,4	3,9	2,3	-3,6	9,3	12,7	11,9	15,7	1,0	-12,1
Næringer .....	-0,4	2,5	4,0	-11,6	8,4	19,2	17,1	25,5	6,1	-14,5
Bolig .....	5,6	8,1	-0,7	1,9	16,3	10,8	4,1	2,9	-12,1	-18,9
Offentlig forvaltning .....	-11,2	2,7	1,7	10,4	2,5	1,3	11,6	9,6	4,7	2,7
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>1</sup> .....	2,6	3,0	3,0	1,4	5,0	4,6	5,3	6,7	1,9	-1,2
Lagerendring <sup>2</sup> .....	1,2	-1,3	0,1	-0,2	1,2	0,4	0,0	-1,4	-0,4	-1,8
Eksport .....	3,2	4,3	-0,3	-0,2	1,1	1,1	0,0	2,3	0,9	-4,3
Råolje og naturgass .....	3,8	6,6	2,4	-0,6	-0,5	-5,0	-6,5	-2,4	-2,0	-1,3
Tradisjonelle varer .....	3,3	1,8	0,6	2,9	3,4	5,0	6,2	8,5	4,3	-7,8
Import .....	2,0	1,7	1,0	1,4	8,8	8,7	8,4	8,6	2,2	-9,7
Tradisjonelle varer .....	2,5	4,5	3,0	5,2	10,9	8,1	11,5	8,2	-0,4	-13,1
Bruttonasjonalprodukt .....	3,3	2,0	1,5	1,0	3,9	2,7	2,3	2,7	1,8	-1,5
Fastlands-Norge .....	2,9	2,0	1,4	1,3	4,4	4,6	4,9	5,6	2,2	-1,5
Industri og bergverk .....	-0,6	-0,5	-0,4	3,0	5,7	4,2	3,1	3,2	2,3	-5,9
<b>Arbeidsmarked</b>										
Utførte timeverk i Fastlands-Norge .....	-0,7	-1,6	-0,9	-2,1	1,7	1,4	3,1	4,3	3,2	-1,5
Sysselsatte personer .....	0,6	0,3	0,3	-1,0	0,4	1,1	3,6	4,1	3,1	-0,4
Arbeidstilbud <sup>3</sup> .....	0,7	0,5	0,7	-0,1	0,3	0,7	2,0	2,5	3,4	0,0
Yrkesandel (nivå) <sup>3</sup> .....	72,5	72,5	72,5	71,9	71,6	71,4	72,0	72,7	74,0	72,8
Arbeidsledighetsrate (nivå) <sup>3</sup> .....	3,4	3,6	3,9	4,5	4,5	4,6	3,4	2,5	2,6	3,2
<b>Priser og lønninger</b>										
Arslønn .....	4,4	4,8	5,7	4,5	3,5	3,3	4,1	5,4	6,3	4,1
Konsumprisindeksen (KPI) .....	3,1	3,0	1,3	2,5	0,4	1,6	2,3	0,8	3,8	2,1
KPI-JAE <sup>4</sup> .....	..	2,6	2,3	1,1	0,3	1,0	0,8	1,4	2,6	2,6
Eksportpris tradisjonelle varer .....	11,8	-1,8	-9,1	-0,9	8,5	4,1	11,4	2,7	2,4	-6,5
Importpris tradisjonelle varer .....	6,5	-1,6	-7,2	-0,4	4,0	0,5	4,0	4,1	4,6	-1,2
Boligpris <sup>5</sup> .....	15,7	7,0	5,0	1,7	7,7	9,5	13,7	12,6	-1,1	1,9
<b>Inntekter, renter og valuta</b>										
Husholdningenes realdisponible inntekt ..	3,4	-0,3	8,0	4,4	3,6	7,6	-6,5	6,3	3,1	4,8
Husholdningenes sparerate (nivå) .....	4,3	3,1	8,4	9,1	7,4	10,2	0,1	1,5	3,4	7,5
Pengemarkedsrente (nivå) .....	6,8	7,2	6,9	4,1	2,0	2,2	3,1	5,0	6,2	2,5
Utlånsrente, banker (nivå) <sup>6</sup> .....	8,0	8,8	8,4	6,5	4,2	3,9	4,3	5,7	7,3	4,8
Realrente etter skatt (nivå) .....	2,7	3,3	4,8	2,2	2,5	1,3	0,7	3,3	1,5	1,3
Importveid kronekurs (44 land) <sup>7</sup> .....	2,9	-3,1	-8,5	1,3	3,0	-3,9	0,7	-1,8	0,0	3,3
NOK per euro (nivå) .....	8,1	8,1	7,5	8,0	8,4	8,0	8,1	8,0	8,2	8,7
<b>Utenriksøkonomi</b>										
Driftsbalansen, mrd. kroner .....	222,4	247,5	192,3	195,9	221,6	316,6	372,1	320,5	472,8	360,8
Driftsbalansen i prosent av BNP .....	15,0	16,1	12,6	12,3	12,7	16,3	17,2	14,1	18,6	15,0
<b>Utlandet</b>										
Eksportmarkedsindikator .....	11,7	0,8	1,5	4,3	7,0	6,3	9,0	7,5	1,7	-8,7
Konsumpris euro-området .....	2,1	2,3	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	3,3	0,3
Pengemarkedsrente, euro (nivå) .....	4,4	4,2	3,3	2,3	2,1	2,2	3,1	4,3	4,6	1,2
Råoljepris i kroner (nivå) <sup>8</sup> .....	251	223	198	201	255	355	423	422	536	388

<sup>1</sup> Konsum i husholdninger og ideelle organisasjoner + konsum i offentlig forvaltning + bruttoinvesteringer i fast kapital i Fastlands-Norge.

<sup>2</sup> Endring i lagerendring i prosent av BNP.

<sup>3</sup> Ifølge AKU.

<sup>4</sup> KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

<sup>5</sup> Brudd i serien i 2004.

<sup>6</sup> Gjennomsnitt for året.

<sup>7</sup> Positivt fortegn innebærer depresiering.

<sup>8</sup> Gjennomsnittlig spotpris Brent Blend.

Kilde: Statistisk sentralbyrå. Informasjon per februar 2010.

## Figurregister

2.1. Disponible realinntekt for Norge, 1999 =100 .....	10
2.2. Vekstbidrag til disponibel realinntekt for Norge. Prosentpoeng .....	11
3.1. Strukturelt oljekorrigert budsjettunderskudd: Avvik fra 4-prosentbanen. Milliarder kroner .....	14
4.1. BNP Fastlands-Norge, sesongjustert og glattet. Avvik fra beregnet trend i prosent ....	16
4.2. Arbeidsledighetsraten. Sesongjustert, glattet og justert for statistiske brudd.....	17
4.3. Norske renter. Prosent .....	17
4.4. Rente og inflasjonsforskjell mellom norske kroner og euro. Prosentpoeng .....	18
4.5. Valutakurser .....	18
4.6. Strukturelt oljekorrigert budsjettunderskudd og forventet avkastning av statens pensjonsfond utland. Milliarder kroner.....	19
4.7. Eksport. Sesongjustert volumindeks, 2007=100 .....	20
4.8. Petroleumsinvesteringer. Sesongjustert volumindeks, 2007=100 .....	20
4.9. Boligmarkedet. Venstre akse indekser 2007=100, høyre akse prosent.....	20
4.10. Inntekt og konsum i husholdninger mv. Volumindeks, 2007=100.....	21
4.11. Investeringer i fastlandsnæringer. Sesongjustert volumindeks, 2007=100.....	21
4.12. Arbeidsstyrke, sysselsetting og timeverk. Sesongjusterte og glattede indekser, 2007=100 .....	22
4.13. Arbeidsledige og tilgang på ledige stillinger. Sesongjustert og glattet .....	23
4.14. Konsumprisindeksen. Prosentvis vekst fra samme kvartal året før .....	24
4.15. Bruttonasjonalprodukt. Sesongjustert og glattede indekser, 2007=100.....	24
5.1. Trendvekst BNP Fastlands-Norge. Prosent.....	25
5.2. Total faktorproduktivitet, bedrifter Fastlands-Norge, 1971=100.....	26
5.3. BNP per capita i Norge i prosent av OECD-gjennomsnittet. Kjøpekraftsjusterte tall ...	27
6.1. Renter og inflasjon, veiet snitt for USA, Japan og Euro. Prosent .....	29
6.2. Driftsbalansen overfor utlandet. Milliarder US dollar .....	30

## Tabellregister

5.1. Utdanning utover videregående etter alder. Prosent.....	26
A1. Makroøkonomiske hovedstørrelser 2000-2009. Prosentvis endring fra året før der ikke annet framgår.....	36