

Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem i forbindelse med Norges Banks representantskapsmøte torsdag 18. februar 1999

Bakgrunn

For 22 år siden, i 1977, gikk norsk økonomi inn i en dyp krise. Svake konjunkturer i industrilandene, sterk pris- og kostnadsstigning i Norge og utbygging av offentlig velferd ga store underskudd i utenriksøkonomien. For 13 år siden, i 1986, var vi også i alvorlige vansker. En lånefinansiert oppgang i forbruk og investeringer, fall i oljeprisen og arbeidstidsforkortelsen skapte stor ubalanse i norsk økonomi.

Gjennom 1998 kom mørke skyer over oss på ny. Vi fikk en særnorsk kostnadsstigning, oljeprisen falt og utenriksøkonomien svekket seg kraftig. Det ga varsel om en vekstpause etter seks år med sterk oppgang i verdiskaping og sysselsetting. Kronen falt i verdi, og renten ble satt opp.

Det er mye som skiller de tre vendepunktene i den økonomiske utviklingen. Men brå skift i vurderingene av størrelsen på fremtidige oljeinntekter er en fellesnevner. Svingningene i petroleumsinntektene har vist seg å bli en kilde til ustabilitet i fastlandsøkonomien.

Etter de to forrige vendepunktene, måtte norsk økonomi gjennom store omstillinger, særlig i slutten av 1980-årene. Norsk økonomi er i en annen stilling nå. Likevel er det også denne gang grunn til å spørre om vi er godt nok forberedt. Er vår økonomi robust nok?

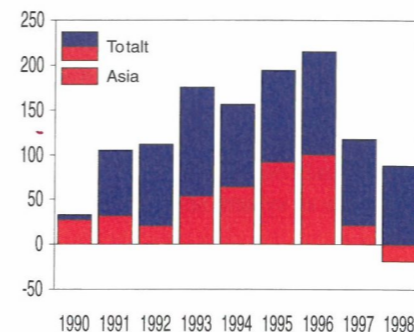
Oljeprisfallet ble utløst av en internasjonal finanskrise og lavere vekst i verdensøkonomien. Vi har en økonomi som lett påvirkes av svingninger internasjonalt. Er vårt eget finansielle system og næringslivet for øvrig solid nok til å møte denne situasjonen? Hvordan skal vi legge opp pengepolitikken og finanspolitikken i en slik utsatt og oljeavhengig økonomi? Det er disse temaene jeg vil snakke om her.

En urolig verden

Allerede før oljeprisen begynte å falle, blinket varsellampene for alle å se. Norsk økonomi var overopphetet, og verdensøkonomien var i ulage. Tegnene fra Asia var tydelige.

Problemene viste seg først i Thailand for vel halvannet år siden, men spredte seg raskt til Malaysia, Filippinene, Indonesia og Sør-Korea. I de fleste av disse landene var en sterk oppgang blitt stimulert av lave renter og finansiert med en kraftig oppbygging av gjeld i næringslivet. Etter hvert ble långiverne nervøse og trakk tilbake kapital. Kapitalinngangen fra industrilandene snudde dermed brått til massiv kapitalutgang.

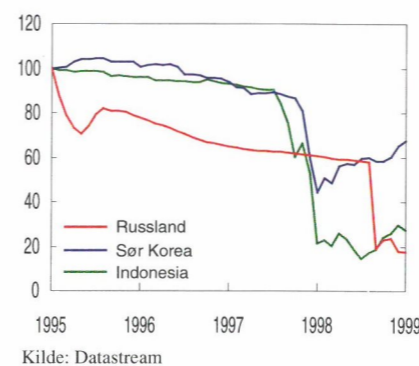
Figur 1. Kapitalinngang til fremvoksende økonomier¹⁾.
Milliarder dollar



¹⁾ Netto privat kapitalinngang til utviklingsland, transformasjonsøkonomier og nyindustrialiserte land. Kilde: IMF

Figuren viser nettostrømmen av privat kapital fra industrilandene til fremvoksende økonomier. I tillegg til kapitaltilførsel fra private kilder, inngår netto kapitaltilførsel fra offentlige kilder, tilførsel fra internasjonale organisasjoner, samt endringer i landenes valutareserver i samlet netto kapitalinngang. Samlet netto kapitalinngang tilsvarer landenes driftsbalanse overfor utlandet.

Figur 2. Valutakursindeks mot dollar.
Januar 1995 = 100



Kilde: Datastream

Aksjekursene og eiendomsprisene falt kraftig og valutaene kom under press. Ringvirkningene ga en dyp nedgang i produksjon og sysselsetting. Store folkegrupper som nylig hadde fått en betydelig velstandsøkning, falt tilbake i fattigdom.

Krisen i Asia spredte seg etter hvert til Russland, der fallet i råvareprisene svekket fra før elendige statsfinanser. Meldingen om at Russland ikke lenger kunne betale renter og avdrag på sin gjeld, førte til sterke reaksjoner i verdens finansmarkeder i august og september. Det oppsto en økende frykt for at verdensøkonomien ville bli dratt med i et finansielt krakk. Mange trakk seg ut av plasseringer i små og usikre markeder, særlig i Latin-Amerika. Valutaen i Brasil kom under press. Selv i de mest avanserte markedene ble det vanskelig å reise lånekapital. Finansinstitusjoner i hele verden opplevde tap, og frykten for en depresjon i verdensøkonomien økte.

Rentereduksjoner i USA og Europa lettet kreditttilgangen og hindret et sammenbrudd i markedene. Tiltak som så troverdige ut, ble omsider satt i verk for å løse den japanske bankkrisen. Det internasjonale valutafondet ble tilført økte ressurser.

Det gjenstår likevel mange utfordringer. Brasil og Russland har underskudd i sine statsfinanser og har problemer med å etablere en troverdig pengepolitikk. Kina bærer store kostnader som følge av krisen i landene rundt og kan selv komme i vanskeligheter. Andre land kan også bli smittet. Men selv om det er utsikter til lavere vekst i verden i år enn det vi trodde tidligere, er det ikke lenger like utbredt frykt for en verdensomspennende depresjon.

Det er langt fra første gang vi opplever en internasjonal finanskrise. Bare i dette tiåret har vi opplevd en valutakrise i vår egen verdensdel i 1992-93 og Mexico-krisen i 1994-95. Flere av de landene som ble rammet, hadde store ubalanser i sine økonomier. Det utløste valutautgang og kapitalflukt. Men krisene har også avslørt vesentlige mangler i virkemåten til det internasjonale finanssystemet.

I utgangspunktet er tilgang til effektive internasjonale kapitalmarkeder en fordel for et land, ikke en ulempe. Vi finansierte oppbyggingen av oljesektoren og store underskudd i utenriksøkonomien med internasjonal kapital på 1970- og 1980-tallet. Norske bedrifter har tilgang på kreditt som i perioder ville vært svært dyr om alle investeringer måtte finansieres innenlands. Staten plasserer oljefondet ute blant annet fordi vi venter høy avkastning der.

På lang sikt er det neppe noe bedre alternativ enn å få kapitalmarkedene til å fungere bedre. Det er i Norges og andre industrilands interesse, særlig de med et overskudd av sparing som må plasseres i utlandet. Det er også i mange av utviklingslandenes interesse, som sårt trenger internasjonal kapital for å bygge opp økonomien.

Noe som ikke vil nytte, er å gjeninnføre direkte kontroll med kapitalbevegelser. Til det er teknologien blitt for avansert

og omgåelsesmulighetene for mange. Næringslivet er allerede internasjonalt. Kapitalreguleringer er en ulempe for næringslivet i de landene som innfører dem. Avgifter på kapitalbevegelser eller valutaomsetning er heller ikke et realistisk eller effektivt alternativ. Avgiftene vil ikke kunne stå i veien for de store kortsiktige spekulasjonsbølgene. Et avgiftssystem måtte hatt bred internasjonal oppslutning. Hvis ikke, ville bare valutahandelen flyttet til land uten avgift. Gevinsten ved å stå utenfor ville blitt større jo flere land som deltok.

Hva kan så gjøres for å forbedre et system som ikke fungerer godt nok?

For at et land skal ha nytte av et fritt kapitalmarked, må det bygge opp et lovverk med reguleringer og tilsyn som sikrer stabilitet. Land som i liten grad har utviklet sine kapitalmarkeder, kan ha nytte av noen begrensninger. De bør være varsomme med å åpne opp for brått. Flyten av kapital er som elektrisk strøm. Skikkelig isolering bør være på plass før strømmen koples til.

Da de nordiske landene liberaliserte kredittmarkedene på 1980-tallet, fikk vi problemer blant annet fordi tilsyn og regelverk ikke var tilstrekkelig utviklet. Det samme har vi vært vitne til i krisene som rammet Asia og Russland. Et mangelfullt og lite effektivt lovverk og tilsyn ga svak kontroll med finanssektorene i kriselandene.

Krisen skyldes ikke bare en mislykket politikk i de rammede landene. Den sterke veksten i lån til de fremvoksende økonomier i årene før krisen kom fra banker og fond i industrilandene. De som investerte, bygget på lite og til dels misvisende informasjon. I ettertid kan man spørre seg hvorfor så mye penger ble lånt ut til land som långiverne hadde så lite kunnskap om.

Et ytterligere problem kan ha vært at långiverne antar at myndighetene eller internasjonale organisasjoner vil komme dem til unnsetning når låntakerne får betalingsproblemer. I siste instans kan de ha regnet med at Det internasjonale valutafondet stiller seg bak de nasjonale myndighetene, som igjen forventes å støtte sitt banksystem. Långiverne kan da unnlate å vurdere kredittrisikoen grundig.

Liberalisering av kapitalmarkedet innen et land krever nasjonale reguleringer og tilsyn. Liberalisering av kapitalbevegelser på tvers av landegrensene krever samordning og regelverk på det internasjonale plan.

Landene på det europeiske kontinentet har en regional tilnærming til dette. De har bygget opp et sett av lover og regler som regulerer et felles europeisk marked, «det indre marked». Her er også Norge med gjennom EØS-avtalen. Fra 1. januar i år innførte 11 EU-land felles valuta og gjennomførte dermed en av dette århundrets største monetære reformer. Den europeiske monetære unionen fjerner effektivt muligheten til spekulasjon mellom landenes valutaer. Dermed øker stabiliteten i finanssystemet i Europa.

Spesielt for små land er det viktig med internasjonale kjøre-regler for det økonomiske samkvemmet med andre land. Samarbeidet i Verdens handelsorganisasjon - WTO - og GATT-avtalen om handel med varer og tjenester er eksempler. Kapitalkoden i regi av OECD, som gir kjøre-regler for medlemslandenes lover og regler for kapitalbevegelser, er et annet eksempel.

I regi av Det internasjonale valutafondet og Den internasjonale oppgjørsbanken, BIS, er det innledet et arbeid for å skape et nytt internasjonalt regelverk og system. Dette arbeidet tar sikte på å redusere farene for, og virkningene av, alvorlige finansielle kriser. Det griper så dypt at det også er blitt kalt en ny «arkitektur» for verdens finansielle system. Dette bør Norge støtte.

Den nye arkitekturen må for det første sørge for et bedre overvåkingssystem og fremme større åpenhet og innsyn i myndigheters og bedrifters finanser og handlemåte. Det er blant annet behov for å innføre en mer enhetlig regnskapsføring og bygge ut internasjonale statistikkstandarder. Det må etableres mer moderne selskapslovgivning, konkurslovgivning, og verdipapirlovgivning i mange fremvoksende økonomier. For det andre må private investorer i større grad bære kostnadene ved sine feilinvesteringer. Det internasjonale valutafondet må stille krav til bankene i de industrialiserte landene, slik at de bidrar til å løse kriser de selv er med på å skape. Da kan vi også unngå at bankene motiveres til å ta for stor risiko. For det tredje må tilsynet med finanssektoren skjerpes. Det vurderes å knytte kapitalkravene sterkere til hvor utsatte finansinstitusjonene er for risiko. I tillegg er det viktig å etablere bedre systemer for krisehåndtering. For uansett forebygging, unngår vi nok heller ikke i fremtiden at det oppstår bobler som brister i finansielle kriser.

Arbeidet med en ny internasjonal finansiell arkitektur er møysommelig og langsiktig. Det gir likevel håp om å oppnå internasjonal enighet om noen effektive tiltak. Over tid bør det kunne redusere risikoen for at lokale og regionale kriser skal oppstå, og for at de skal spre seg til resten av verden.

Det er langt fram dit. For vår egen del bør vi derfor basere oss på at vi fortsatt vil leve i en ustabil verden. Erfaringene fra finanskrisene viser at et lite land står utsatt til for internasjonal uro. Norsk økonomi er skjør og sårbar.

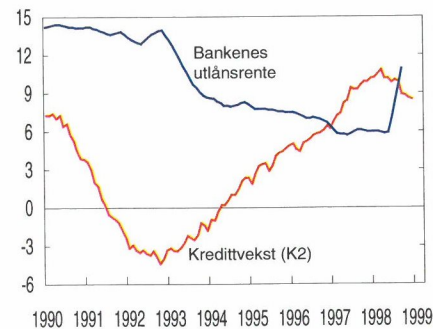
Stabilitet og ryggrad mot finansielle sjokk

Også Norge har hatt sin bankkrise. Om ikke annet tok vi lærdom av den. Vi har styrket lovverket, regler og tilsynsmyndigheter. Finansinstitusjonene legger mer vekt på å styre sin risiko. Husholdningene bærer en mindre gjeldsbyrde enn i 1980-årene. Lenge var også næringslivet mer forsiktig med å stifte ny gjeld.

Tapene for norske finansinstitusjoner har vært lave etter bankkrisen. Det er større usikkerhet nå, når konjunkturrene snur. Den sterke veksten i næringslivets investeringer har ført

Figur 3. Rentenivå og kredittvekst.

Prosent



Kilde: Norges Bank

Figuren viser tolv månedersveksten i innenlandsk kreditt (K2), og en veid gjennomsnittlig rente for private bankers utlån av kroner til publikum.

til en betydelig økning i foretakenes gjeld. Det er dette som står bak mye av den sterke kredittveksten de senere årene.

Renteoppgangen har på kort sikt gjort det mer krevende for husholdninger og foretak å betjene sin gjeld, men den har også bremset en sterk kredittvekst. Hadde ikke rentene steget, kunne gjeldsoppbyggingen i næringslivet fortsatt enda noen tid. Det hadde neppe vært gunstig for stabiliteten på lengre sikt. Nå må vi vente noe høyere tap på utlån til foretakene, men det er neppe fare for soliditeten i banksystemet med det aller første.

Det er likevel grunn til uro over utviklingen i strukturen i den norske finansnæringen på lengre sikt.

Den frie flyten av kapital i Europa åpner for strukturendringer i den europeiske finansnæringen. Disse endringene vil utløses av mer fondsbaserte pensjonssystemer og økt bruk av teknologi i den nye, store eurosonen. Vi må vente større, mer effektive og mer konkurransedyktige banker i Europa enn tidligere, og større og mer likvide verdipapirmarkeder.

Også i Norden endres strukturen i finansnæringen. Nordiske finansinstitusjoner tilpasser kapasiteten, øker effektiviteten og realiserer stordriftsfordeler. De største bankene etablerer seg med Norden som hjemmemarked ved å bygge opp egne filialnett eller gjennom oppkjøp. Norske finansinstitusjoner har i liten grad funnet det lønnsomt å delta i denne prosessen.

Også i Norden endres strukturen i finansnæringen. Nordiske finansinstitusjoner tilpasser kapasiteten, øker effektiviteten og realiserer stordriftsfordeler. De største bankene etablerer seg med Norden som hjemmemarked ved å bygge opp egne filialnett eller gjennom oppkjøp. Norske finansinstitusjoner har i liten grad funnet det lønnsomt å delta i denne prosessen.

Staten fikk en utvidet eierrolle i bankene gjennom løsningsen av den norske bankkrisen. Det var ikke nødvendig å la eierskapet bli varig. I dag eier staten statsbankene, Postbanken og mer enn 50 prosent i landets to største forretningsbanker. Dermed kontrollerer staten banker som står for vel 50 prosent av banklåneene her i landet. Andelen i de to største forretningsbankene skal reduseres til en tredel.

Det statlige bankeierskapet utgjør etter mitt skjønn en strukturell svakhet i det norske finanssystemet. Det er en risiko for at eieroppgaven ikke blir skjuttet aktivt nok. Mangel på kontroll fra aktive eiere kan gi for stor innflytelse til styre og administrasjon i disse bankene. Det kan i det lange løp føre til dårligere drift og lavere lønnsomhet. Private eiere med mindre kapitalinnsats kan også få uforholdsmessig stor innflytelse i ly av en passiv statlig eier.

Det hersker stor partipolitisk uenighet om det statlige bankeierskapet. Dette kan være en ulempe når søknader om fusjoner og andre strukturtiltak skal avgjøres. Når det er et lønnsomt grunnlag for vekst som krever kapitalutvidelser, må de statseide bankene stille følgende spørsmål: Vil det være mulig å få politisk tilslutning? De kan ikke nøye seg med å spørre: Vil investorer finne dette lønnsomt?

Det er viktig med politisk konsensus om statens eierskap. Et eksempel på et område hvor partiene på Stortinget på 1980-tallet nådde fram til enighet om struktur og eierskap, er petroleumssektoren. Oljeselskapene har derfor hatt stabile rammevilkår de siste femten årene, men også i denne sektoren stilles

det krav til nye løsninger når markedsvilkårene skifter så sterkt som nå. Dette vil på ny stille krav til fremsyn og kompromissvilje.

Statens tilsynsoppgaver i finansnæringen er meget omfattende. Tilliten til banksystemet i kritiske situasjoner kan dessuten være avhengig av at staten er villig til å stille seg bak det økonomisk. Det er en grunnleggende konflikt mellom disse to rollene og statens rolle som bankeier. Folk må ha tillit til at staten ikke skjuler egne feil når den griper inn overfor et banksystem i krise, skulle det bli nødvendig på ny. Det vil neppe være mulig å etablere en slik tillit hvis staten samtidig er skyld i krisen gjennom sitt eierskap.

Begrunnelsen for å opprettholde det statlige eierskapet i banknæringen har vært å sikre et stabilt nasjonalt eierskap. De fleste land det er naturlig å sammenligne oss med, synes i praksis også å legge vekt på å ha sentrale finansinstitusjoner med nasjonal forankring, men de fleste unngår det statlige eierskapet og de interessekonfliktene det fører med seg. Det bør også vi kunne gjøre.

Jeg vil imidlertid understreke at større innslag av utenlandske finansinstitusjoner også gir fordeler. Utenlandske institusjoner vil normalt være større og mer diversifiserte enn det norske institusjoner kan ventes å være. Dette vil kunne gi bedre og billigere tjenester i det norske markedet. Disse institusjonene vil dessuten kunne stå bedre rustet til å møte en norsk nedgangskonjunktur eller krisesituasjon enn banker konsentrert i Norge.

Ved inngangen til lavkonjunkturen i slutten av 1980-årene hadde vi et finansielt system på vei inn i en dyp krise. Den konsolideringen av gjeld som måtte til i næringslivet og husholdningene, gjorde sitt til at lavkonjunkturen ble kraftig og langvarig.

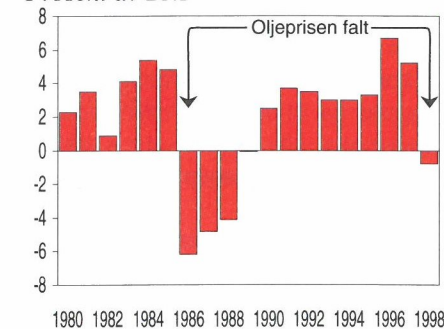
På lang sikt kan vårt finansielle system etter mitt syn komme til å lide under mangel på omstillingsevne og vekstkraft. Det samlede bildet er likevel at vi denne gangen er bedre forberedt. Husholdningenes gjeld tynger ikke like mye. Vår finansnæring er i bedre balanse.

En oljeavhengig økonomi

Fallet i oljeprisen har gitt Norge et betydelig inntektsbortfall. Siden 1997 har dette gitt en nedgang i våre eksportinntekter som tilsvarer rundt 5,5 prosent av den totale nasjonalinntekten. Det er et like stort fall i vår disponible inntekt som fra 1985 til 1986, da oljeprisen ble halvert i løpet av få måneder. Driftsbalansen overfor utlandet svekkes likevel mindre nå enn da. Veksten i importen fra utlandet er mindre enn for tolv år siden. Verdien av vår øvrige eksport har økt nå, mens den falt i 1986. Men effekten på utenriksøkonomien vår har vært meget stor denne gangen også.

Figur 4. Driftsbalansen.

Prosent av BNP



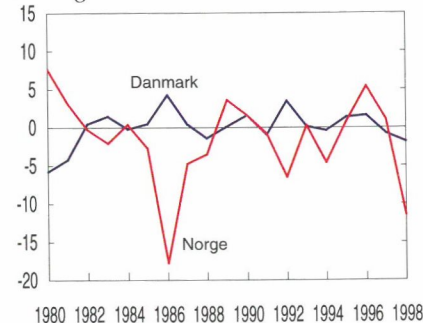
Kilde: Finansdepartementet og SSB

Driftsbalansen består av:

- netto vare- og tjenesteeksport
- netto finansinntekter
- netto stønader

Saldoen på driftsbalansen gir uttrykk for landets samlede finansielle sparing. Et underskudd innebærer at den finansielle sparingen er negativ.

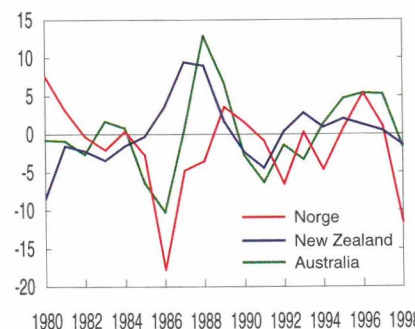
Figur 5. Bytteforholdet med utlandet for Norge og Danmark. Prosentvis endring



Kilde: OECD

Bytteforholdet måler hvor mye vi får igjen av importvarer for en enhet av våre eksportvarer. Når bytteforholdet med utlandet faller, må vi eksportere mer enn før for å kjøpe den samme mengden importvarer. Den kraftige svekkelsen i vårt bytteforhold i 1986 og 1998 reflekterer fall i oljeprisen.

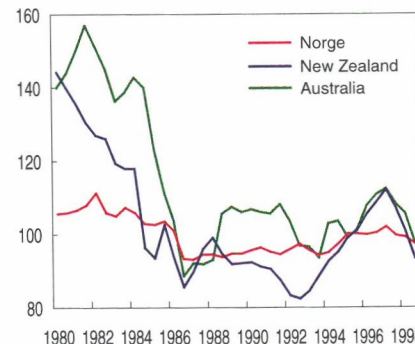
Figur 6. Bytteforholdet med utlandet. Prosentvis endring



Kilde: OECD

Se kommentar til figur 5

Figur 7. Nominelle effektive valutakurser. 1995=100



Kilde: OECD

Indeksene representerer et handelsveid gjennomsnitt av valutakursene til landenes handelspartnere.

Fallet i oljeprisen svekker bytteforholdet vårt med utlandet. Dette bytteforholdet måler hvor mye vi får igjen av importvarer for en enhet av våre eksportvarer. Når oljeprisen faller og prisene på våre importvarer holder seg oppe, må vi eksportere mer enn før for å kjøpe den samme mengden importvarer.

Det er ikke første gang vi opplever store endringer i bytteforholdet. De mest markerte utslagene - i 1986 og 1998 - skyldtes store prisfall på olje. Variasjonene i det danske bytteforholdet blir knapt nok for krusninger å regne, sammenlignet med Norge.

Norsk økonomi har i så måte mer til felles med land som New Zealand og Australia. Disse landene er også store eksportører av råvarer. Når bytteforholdet endrer seg vesentlig, oppstår det store endringer i landenes inntekter og utenriksøkonomi. Dette har gjennom årene resultert i store variasjoner i valutakursene.

Valutakursen er buffer ved endret bytteforhold. Mens et land som Danmark også har klart å holde en stabil valutakurs, er det typiske for råvareprodusentene at valutakursen svinger i takt med endringene i bytteforholdet.

I New Zealand og Australia og mange andre land er pengepolitikken innrettet direkte med sikte på prisstabilitet, og landene lar valutakursen svinge på kort sikt. Det betyr at pengepolitikken får et hovedansvar for utviklingen i prisenivået, mens finanspolitikken i større grad er innrettet mot langsiktig stabilitet i statsfinansene.

I Norge har vi opprettet petroleumsfondet for å ivareta hensynet til langsiktig stabilitet i statsfinansene og handlefriheten i finanspolitikken på lang sikt. Petroleumsfondet virker også som en buffer mot svingningene i oljeinntektene. Svingninger i oljeprisen fører til endringer i avsetningene til fondet. Siden store deler av inntektene fra oljevirkomheten tilfaller staten, vil mindre svingninger i disse inntektene bare i liten grad påvirke økonomien for øvrig. Dette gjør norsk økonomi mer robust og på kort sikt mindre oljeavhengig, i hvert fall så lenge statsbudsjettet har et betydelig overskudd. Dette er noe av bakgrunnen for at vi i Norge har valgt å søke å holde valutakursen stabil, fremfor å rette pengepolitikken inn direkte mot et mål om prisstabilitet.

Mange land sliter med sine statsfinanser. Etter flere år med store underskudd i statsbudsjettene legger renteutgiftene beslag på en vesentlig del av skatteinntektene. Det begrenser statenes muligheter til å løse offentlige oppgaver. Hovedutfordringen for budsjettpolitikken blir å fjerne underskuddene og redusere statsgjelden og renteutgiftene.

I Norge har det vært større handlefrihet i budsjettpolitikken. Den er ikke ensidig blitt rettet inn mot langsiktig balanse. Dermed ble det også etablert en annen arbeidsdeling i den økonomiske politikken. Når målet for pengepolitikken er å holde valutakursen stabil, får budsjettpolitikken et viktig ansvar for å stabilisere økonomien.

Arbeidsdelingen sviktet

Det er svært krevende å drive konjunkturstyring i en økonomi som den norske, med tidvis store sjokk fra omverdenen. Spørsmålet vi nå må stille oss, er derfor hvordan vårt system fungerer når det kommer under press.

I 1996, 1997 og inn i 1998 var oljeprisen høy. Det ga store overskudd på driftsbalansen og i statsbudsjettet. Samtidig var den innenlandske aktiviteten i oppgang, og det var sterk vekst i sysselsettingen. Leveranser til petroleumsvirksomheten ga en kraftig og lite styrt vekstimpuls til fastlandsøkonomien. Under behandlingen av budsjettene i Stortinget ble det foretatt store endringer. I forhold til de store overskuddene som fulgte av oljeinntektene, kunne endringene i budsjettet virke små. Men disse endringene var viktige for den økonomiske utviklingen.

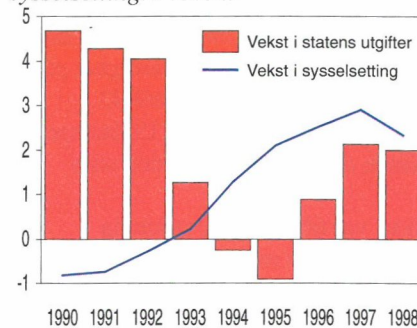
La meg illustrere dette. La oss anta at oljeprisen midlertidig øker med 10 kroner pr. fat, eller litt under halvannen dollar fatet. Det er en liten endring i oljeprisen, godt innenfor de normale variasjonene fra ett år til det neste. Statens inntekter - og dermed budsjettoverskuddet - vil da øke med rundt 9 milliarder kroner det første året og 11-12 milliarder det neste året. Det tilsvarer rundt 1 prosent av Norges BNP. Forutsetningen er at inntektene fra en slik mindre økning i oljeprisen i sin helhet skal tilflyte Petroleumsfondet, og at budsjettpolitikken skal ligge fast. I så fall vil de økte inntektene ikke påvirke økonomien, men investeres i utlandet gjennom Petroleumsfondet.

Hvis de økte inntektene derimot blir tatt inn i økonomien gjennom økte utgifter i statsbudsjettet, blir den samlede etterspørselen innenlands påvirket. Økte utgifter krever en økning i det offentlige bruk av realressurser - først og fremst arbeidskraft. Da er 1 prosent av BNP svært mye. Dersom økningen i oljeinntektene på denne måten brukes innenlands, tilsvarer det for eksempel rundt halvparten av den gjennomsnittlige årlige veksten i økonomien. Hvis også den private delen av økonomien vokser, og økonomien allerede er nær kapasitetsgrensen, vil en slik politikk raskt føre til et sterkt press på ressursene i økonomien. Det gir opphav til lønns- og prisstigning.

Dessverre var det klare tendenser til en slik politikk i 1996, 1997 og 1998. Riktignok avtok det oljekorrigerte underskuddet i statsbudsjettet. Men arbeidsdelingen i den økonomiske politikken krevde en mer aktiv innstramning. I stedet for å føre en stram politikk og motvirke den økte veksten i næringslivet, førte de økte budsjettutgiftene til at også offentlig sektor bidro til å øke presset i arbeidsmarkedet. Dermed hadde en liten, midlertidig endring i oljeprisen fått nettopp den virkning den ikke skulle ha: Den hadde ført med seg en økning i det offentlige etterspørsel.

Aktværene i valutamarkedet så at den økonomiske politikken ikke var rettet inn mot å forhindre økt press i arbeidsmarkedet. I en annen situasjon kunne en slik politikk ha ført til sviktende

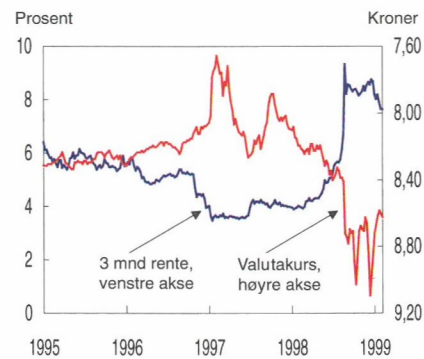
Figur 8. Finanspolitikk og sysselsetting. Prosent



Kilde: Finansdepartementet og SSB

Figuren viser vekstrater for samlet sysselsetting og Statsbudsjettets reelle, underliggende utgiftsvekst, korrigert blant annet for utgifter til oljevirkomhet, dagpenger og renter.

Figur 9. Rente og kurs mot ECU/euro¹⁾



¹⁾ Norske kroner pr ECU til 31.12.98. Norske kroner pr. euro fra 1.1.99
Kilde: Norges Bank

tillit, fall i verdien av kronen og økte renter. På grunn av den høye oljeprisen var imidlertid kronen i stedet svært sterk i 1996 og 1997. Det kan virke som valutamarkedet aksepterte at Norge i den situasjonen vi var i - med store overskudd i statsfinansene og utenriksøkonomien - både kunne og skulle overflytte ressurser fra næringslivet til offentlig sektor. Det kan også virke som om aktørene trodde at denne overflyttingen av ressurser ville skje ved hjelp av en sterk kronekurs, som reduserer lønnsomheten i næringslivet.

Spekulasjonen i retning av en sterkere krone tiltok. Til slutt - rett etter nyttår 1997 - satte Norges Bank ned sine renter for å motvirke en for kraftig styrking av kronen.

Hadde sentralbanken latt kursen gå uten mottiltak, kunne kronen steget enda mer enn den gjorde. Det kunne gitt et kraftig signal til næringslivet om å flytte ut av landet. Men i en situasjon der finanspolitikken i utgangspunktet ikke var stram nok, bidro rentenedgangen til å øke faren for at pris- og kostnadsveksten skulle tilta.

Så kom oljeprisfallet, og utenriksøkonomien svekket seg. Inntektsveksten i frie yrker hadde vært sterk, lønnsveksten for funksjonærer tiltok, og det ble et svært romslig lønns- og inntektsoppgjør i 1998. Grunnlaget for den sterke kronen falt bort. Ut på sommeren forsterket den internasjonale finanskrisen seg. Kronekursen falt.

Vi kan ikke forklare den høye lønnsveksten med svakheter i lønns- og inntektsdannelsen. Tvert om, det er ikke minst den fleksible lønns- og inntektsdannelsen som har bidratt til at sysselsettingen i Norge er høy og arbeidsledigheten lav. I perioder med sterkt press i arbeidsmarkedet, særlig i årene 1974-76 og 1986-87 og i fjor, stiger lønnsveksten kraftig. Slike perioder blir regelmessig etterfulgt av et slakkere arbeidsmarked og høyere arbeidsledighet. Styrken i inntektsdannelsen i Norge har vært at lønnsveksten relativt raskt er blitt normalisert, slik at vi har unngått en slik langvarig høy arbeidsledighet som nesten alle andre vesteuropeiske land har fått erfare. Selv om vi nå må vente en viss økning i ledigheten, bør vi - dersom lønns- og kostnadsveksten raskt kommer ned også i denne konjunkturen - kunne unngå arbeidsledighet på europeisk nivå eller opp mot nivået i perioden 1989-92.

Finanspolitikken sviktet i 1996, 1997 og 1998. Utviklingen illustrerer at budsjett disiplinen må holdes ned til den siste milliard.

Fordi finanspolitikken ikke var tilstrekkelig stram da økonomien gikk godt, ble økonomien overopphetet. I neste omgang kom valutakursen under press. Ytre forhold forsterket dette presset, og det ble umulig å holde kronekursen på plass. Først nå i år har vi igjen en finanspolitikk som er vel tilpasset situasjonen i økonomien.

Hvis finanspolitikken systematisk blir for ekspansiv i høykonjunkturer og når petroleumssektoren skaper større verdier enn vi forventer, vil vi fra tid til annen få press i

økonomien og økt pris- og kostnadsvekst. Dermed vil vi også ofte komme i situasjoner der kronekursen svekkes. Da vil troverdigheten til pengepolitikken svikte. Dette må vi betale for. Markedsaktørene vil se at kronen ikke er til å stole på, og forlange en høyere rente for å holde sine plasseringer i kroner fremfor andre valutaer. Dermed risikerer vi å få et permanent høyere rentenivå enn andre land.

Et komplisert samspill

Vi har tidligere basert vår pengepolitikk på utstrakt bruk av intervensjoner - det vil si: kjøp og salg av valuta for å støtte kronekursen direkte. Danmark har til nå hatt positive erfaringer med dette virkemidlet. Det er trolig mange grunner til dette, i tillegg til et stabilt bytteforhold. Blant annet har finanspolitikken i Danmark ved mange anledninger gitt vesentlige bidrag til stabilitet i valutamarkedet.

Sett over tid, har vi i Norge derimot blandede erfaringer med omfattende og vedvarende intervensjoner. Dersom sentralbanken er tungt inne med støttekjøp, har det lett for å oppstå en spillsituasjon der markedsaktørene oppfatter sentralbankens intervensjoner som en interessant profittmulighet. Markedsaktørene vet at en situasjon der kronekursen holdes oppe utelukkende fordi Norges Bank kjøper opp kroner, ikke kan vedvare. Det er da fristende å ta posisjoner i valutamarke- det mot sentralbanken. Dette innebærer at omfattende og vedvarende intervensjoner over tid kan forsterke presset mot kronen, slik at volumet av nødvendige støttekjøp stadig øker. Det sterkeste eksemplet på en slik spillsituasjon i norsk valuta- politisk historie var fredag 20 november 1992, da Norges Bank fra markedet åpnet til det stengte kjøpte 37 milliarder kroner for å støtte kronekursen. Det ble også intervenert for 14 milliarder kroner på slutten av dagen før, etter at Sverige hadde latt sin krone flyte. Til sammen gikk det altså mer enn 50 milliarder kroner i valuta ut fra Norges Banks reserver i løpet av seks handletimer over to dager.

Norges Bank ønsker ikke å opptre på en måte som kan fremkalle slike spillsituasjoner. Vi kan heller ikke vente at andre sentralbanker vil komme oss til hjelp i et omfang som gir avgjørende bidrag til vår motstandskraft. Banken vil likevel kunne bruke intervensjoner i begrenset omfang, dersom kursen kommer vesentlig utenfor det vi vurderer som rimelig ut fra fundamentale forhold eller ved store kortsiktige svingninger i tynne markeder. I slike situasjoner må vi anta at risikoen blir liten for å havne i et spill mot aktørene i valuta- markedet.

Norges Banks virkemiddel for å påvirke de fundamentale forholdene, er renten. Hvis valutakursen kommer under press, kan Norges Bank motvirke det over tid ved å tilpasse renteni- vået. Men vi må altså ta hensyn til at kursen på kroner ikke i lengden kan avvike vesentlig fra det de fundamentale forhold-

dene i økonomien tilsier. I noen grad må vi derfor regne med at kronkursen endrer seg når vi får store endringer i bytteforholdet med utlandet.

Mandatet for Norges Bank er utformet i lys av de erfaringene vi høstet med fastkurspolitikken tidligere på 1990-tallet. Erfaringene tilsier ikke at vi skal føre en tradisjonell fastkurspolitikk, med faste svingningsmarginer og intervensjonsplikt for sentralbanken. Mandatet gjenspeiler dette. Norges Bank skal riktignok innrette pengepolitikken «mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer». Men det er tatt høyde for at kronkursen vil variere. Derfor heter det i valutakursforskriften at «Ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet».

Vi må trekke lærdom av våre erfaringer fra høsten 1996 og vinteren 1997, da et kraftig press oppover på kronen ledet til at Norges Bank satte ned sine renter overfor bankene.

Norges Banks første tiltak når vi ser at det bygger seg opp et slikt press mot kronen, vil være å gi råd om endringer i budsjettet.

Norges Bank skal innrette sine virkemidler mot stabilitet i kronens verdi. Vi må ikke se oss blinde på den daglige noteringen av valutakursen. Erfaringene de siste årene viser at Norges Bank må ha for øye de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet over tid.

Kronekursen påvirkes av uro i internasjonale finansmarkeder, endringer i oljeprisen, svikt i budsjettpolitikken og særnorske kostnadsøkninger. Norges Bank kan ikke finstyre kursutviklingen ved valutaintervensjoner. Kronekursen vil derfor variere. Det er opp til Norges Bank å vurdere hvordan kronkursen best kan bringes tilbake til utgangsleiet. Det betyr også at banken må utvise en stor grad av skjønn ved bruk av bankens virkemidler, det vil si i det vesentlige renten. Ved utøvelsen av dette skjønnet vil Norges Bank legge vekt på de grunnleggende forutsetningene for kursstabilitet.

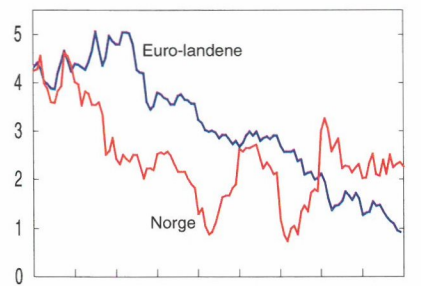
Det er to grunnleggende forutsetninger som må være oppfylt for at vi skal oppnå stabilitet mot europeiske valutaer.

For det første må vi etter hvert få pris- og kostnadsveksten ned mot den stigningen eurolandene sikter mot. En høy pris- og kostnadsvekst vil i seg selv skape forventninger om kursfall. Pengepolitikken må derfor innrettes slik at pris- og kostnadsveksten i Norge bringes ned mot målet for prisstigningen i Europa.

Som figur 10 viser, har prisstigningen i Norge de siste to årene ligget om lag ett prosentpoeng høyere enn i eurolandene.

Forskjellene i lønnsveksten er enda mer markert. I denne situasjonen fordrer presset i økonomien en relativt stram pengepolitikk, slik vi har nå.

Figur 10. Konsumprisvekst.
Prosent

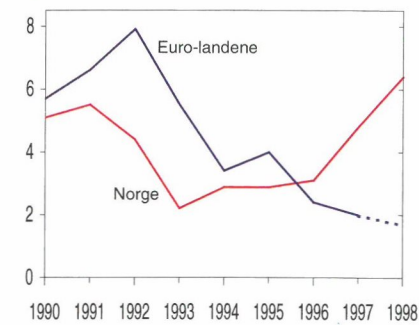


1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999

Kilde: Norges Bank og SSB

Figuren viser tolv månedersveksten i konsumprisene (KPI) for Norge og de 11 landene i euro-området. KPI-tallene for euro-landene er et veid gjennomsnitt av de nasjonale KPI-tallene. Vektene som er benyttet er BNP-vekter for 1998 fra IMF. BNP-vektene er korrigert for forskjeller i kjøpekraft, på grunnlag av IMF's PPP-indeks for BNP.

Figur 11. Lønnsvekst i næringslivet¹⁾.
Prosent



¹⁾ Gjennomsnittlig årslønnsvekst i lokal valuta
Kilde: OECD, SSB og Norges Bank

For det andre må renten ikke settes så høyt at pengepolitikken bidrar til nedgangstider av en art som kan svekke tilliten til kronen. Skulle arbeidsledigheten øke markert, kunne markedsaktører oppfatte det som at valutakursen var overvurdert, og at sysselsettingen kunne økes ved å bedre konkurransevnen i næringslivet. Det vil da lett oppstå forventninger om et fall i kronkursen. En tilstramming av pengepolitikken i en slik situasjon vil ikke være troverdig, og den vil kunne utløse fornyet spekulasjon mot kronen. Denne mekanismen så vi blant annet tendenser til under valutakrisen høsten 1992.

Når finanspolitikken og pengepolitikken på denne måten innrettes med sikte på å påvirke den innenlandske økonomien, er det viktig at de to delene av den økonomiske politikken er tilpasset hverandre. Det er imidlertid en risiko for at det kan oppstå situasjoner der Norges Bank ut fra sin vurdering av de økonomiske utsiktene holder en høy rente, mens statsmyndighetene øker utgiftene på statsbudsjettet for å stimulere sysselsettingen. Dette er et reelt dilemma.

Ut fra sitt mandat og ansvar kan Norges Bank trolig best møte denne utfordringen med å være åpen om sine analyser og reaksjonsmønstre, slik at statsmyndighetene kan ta hensyn til virkningen på Norges Banks rentesetting når vedtak om statsbudsjettet blir fattet. Målet for pengepolitikken og Norges Banks mandat er gitt av våre politiske myndigheter.

Det er avgjørende for en vellykket pengepolitikk at finanspolitikken makter sin oppgave.

På kort sikt kan pengepolitikken påvirke den realøkonomiske utviklingen. Dette vil Norges Bank ta hensyn til på to måter. For det første vil vi gå gradvis fram når kronens verdi avviker fra utgangsleiet, og virkemidlene rettes inn mot at den skal vende tilbake. Vi vil søke å unngå at pengepolitikken bidrar til for brå omslag i økonomien. For det andre vil utviklingen i arbeidsmarkedet og produktmarkedene ha betydning for lønnsvekst og inflasjon, og dermed også for kronkursen. Norges Bank vil ta hensyn til dette i sin vurdering av den økonomiske utviklingen og i rentesettingen.

Pengepolitikken er derimot ikke egnet til å påvirke produksjon og sysselsetting på lang sikt. Den kan heller ikke anvendes til å påvirke hvor bredt konkurranseutsatt næringsliv vi skal ha over tid. Det er i hovedsak lønns- og inntektsdannelsen, bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet og omstillingsevnen og effektiviteten i økonomien som avgjør dette.

Pengepolitikken er heller ikke egnet som verktøy i inntektspolitikken. Renten kan ikke anvendes for å påvirke forhandlingsklimaet i inntektsoppgjørene. Det ville kunne binde opp handlefriheten på en svært uheldig måte.

Langsiktige utfordringer i finanspolitikken

Fallet i oljeprisen har åpenbare og umiddelbare konsekvenser for pengepolitikken. Men hva med den langsiktige balansen i

norsk økonomi? Hva hvis oljeinntektene svikter også på lengre sikt?

Statsfinansene i Norge er solide, etter store overskudd de siste årene. Vanligvis vil et land søke å oppnå balanse i offentlige budsjetter over konjunktursyklusen. På grunn av oljevirk-somheten er imidlertid Norge i en spesiell situasjon. Inntektene svinger kraftig, i takt med oljeprisen og konjunktur-ene innenlands. Olje- og gassproduksjonen vil nå sitt toppunkt noen år inn i det neste århundret. Det er derfor viktig å sikre et betydelig overskudd nå, og legge opp en finansiell formue som kan være med å finansiere velferden når oljeinntektene begynner å avta. I motsatt fall risikerer vi å måtte kutte kraftig i velferdsordningene når inntektene faller.

Petroleumsfondet er de oppsparte overskuddene i statsfinansene. Fondet ble først tildelt midler i 1995. Ved utgangen av 1998 var markedsverdien av fondets kapital om lag 170 milliarder kroner.

Vi står foran en økning i utgiftene til Folketrygden. I 1999 regner vi med utgifter til alders- og uførepensjoner på 91 milliarder kroner. Dette tilsvarer om lag 8 prosent av den samlede verdiskapingen i Norge. Denne andelen vil trolig dobles i løpet av de neste 30 årene, og det vil skje etter at vi har passert toppen i norsk oljeproduksjon. Den realøkonomiske utfordringen er at den andelen av befolkningen som er yrkesaktiv, vil falle sterkt, mens den andelen som får inntektene fra det offentlige, vil øke.

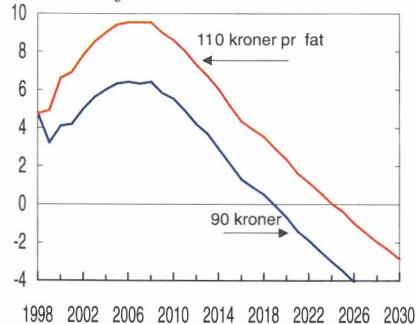
De prognosene vi til nå har sett for statens oljeinntekter, har vært basert på en oljepris i størrelse 100 til 120 kroner fatet. Det gir et betydelig overskudd i statsfinansene i årene som kommer, og en tilsynelatende trygg oppbygging av Petroleumsfondet. I Nasjonalbudsjettet for 1999 ble det anslått at statens netto formue om 20 år ville komme opp i 120-130 prosent av BNP. Finansielt vil staten da stå ganske godt rustet til å møte de økte utgiftene som eldrebølgen fører med seg.

Hittil i år har oljeprisen i gjennomsnitt vært noe over 80 kroner fatet. Figur 12 viser avsetningene til oljefondet med en oljepris på henholdsvis 110 og 90 kroner per fat i årene fremover. En oljepris på 90 kroner fatet gir i seg selv atskillig lavere overskudd enn tidligere antatt. I dette eksemplet når oljefondet en topp på 75 prosent av BNP i 2015.

Den nederste linjen i figur 13 viser en annen utvikling. Vi har fortsatt antatt en oljepris på 90 kroner fatet - altså ikke en spesielt lav oljepris ut fra dagens forhold. I tillegg har vi her antatt en ekstra reduksjon i budsjettoverskuddet, tilsvarende en halv prosent av BNP, hvert år i de neste ti årene. Samlet betyr dette at budsjettoverskuddet etter ti år er svekket med om lag 5 prosent av BNP i forhold til de andre beregningene.

Dette høres kanskje mye ut, men det er ikke mer enn de endringer i budsjettbalansen vi har sett tidligere. I forrige lavkonjunktur reduserte staten sitt overskudd med litt mer enn 5 prosent som følge av en aktiv motkonjunkturpolitikk - og det bare i løpet av en femårsperiode. Tilsvarende har innstram-

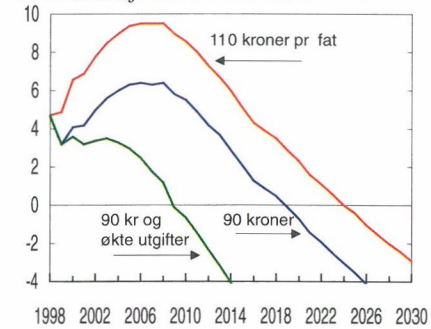
Figur 12. Årlige avsetninger til Petroleumsfondet. Prosent av BNP



Kilde: Norges Bank

Økningen i oljeproduksjonen de nærmeste årene vil føre til økt overskudd i statsbudsjettet under forutsetning av at statens øvrige inntekter og utgifter (utenom pensjonsutbetalinger) holdes uendret som andel av BNP. Størrelsen på overskuddet vil avhenge av oljeprisen, men ventes uansett å nå toppen om 7-9 år. Avkastningen fra Petroleumsfondet vil i denne perioden utgjøre en økende andel av statens samlede inntekter. Økte pensjonsutbetalinger gjennom Folketrygden vil gradvis bidra til å redusere overskuddet. Beregningene er basert på langsiktige fremskrivninger av oljeproduksjon og pensjonsutgifter i Nasjonalbudsjettet 1999 og fremskrivninger av folkemengden fra Statistisk sentralbyrå. Det er lagt til grunn en årlig produktivtetsvekst i overkant av 1 prosent og en realavkastning fra Petroleumsfondet på 4 prosent.

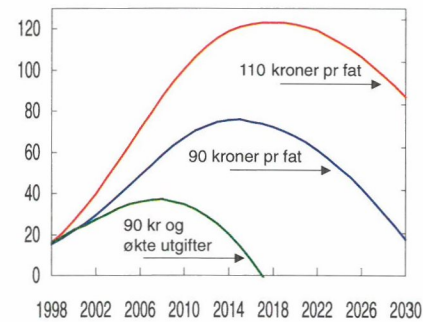
Figur 13. Årlige avsetninger til Petroleumsfondet. Prosent av BNP



Kilde: Norges Bank

Med en ekstra reduksjon i statsbudsjettets overskudd tilsvarende en halv prosent av BNP hvert av de neste ti årene, vil budsjettoverskuddet uten avkastningen fra Petroleumsfondet etter hvert svekkes med 5 prosent av BNP i forhold til de tradisjonelle beregningene i generasjonsregnskapet. Samtidig vil oppbyggingen, og dermed avkastningen fra Petroleumsfondet bli mindre. Med en forutsetning om en oljepris på 90 kroner per fat, vil den forventede økningen i budsjettoverskuddet utebli.

Figur 14. Petroleumsfondet. Prosent av BNP



Kilde: Norges Bank

Oppbyggingen av Petroleumsfondet avhenger ikke bare av oljeprisen, men også av den budsjettpolitikken som vil bli ført de neste årene. Med en oljepris på 90 kroner fatet og en ekstra svekkelse i statsfinansene tilsvarende en halv prosent av BNP hvert av de neste ti årene, vil Petroleumsfondet være tomt om 18 år.

mingen hittil i 1990-årene vært av omtrent samme størrelse. Til forskjell fra dette, ser vi her på en permanent endring i statens overskudd.

Dette er ikke en helt usannsynlig utvikling. Vi står foran en vekstpause i norsk økonomi, og vi må vente en viss økning i arbeidsledigheten. Det vil raskt utløse krav om økt offentlig innsats. I utgangspunktet har staten en viss handlefrihet til å møte denne utfordringen med å øke offentlige utgifter eller redusere skattene.

De beregningene vi har foran oss, viser imidlertid at en ekspansiv budsjettpolitikk i løpet av få år kan føre til at staten reduserer denne handlefriheten vesentlig.

Det jeg vil vise, er at en slik politikk nå - under forutsetning av at oljeprisen holder seg lav - ville ha store virkninger for statens langsiktige evne til å finansiere velferdssamfunnet. Som vi ser, ville vi da ikke få noen økning i budsjettoverskuddet i de nærmeste årene. Vi ville tvert imot gradvis redusere overskuddet, og om 10 år ville budsjettet begynne å vise et underskudd.

Petroleumsfondet ville lide en ublid skjebne og være tomt om 18 år.

Nå er dette bare et regneeksempel. Utviklingen ville tvinge oss til å legge om finanspolitikken lenge før vi tømte petroleumsfondet. Men det ville samtidig innebære at staten ikke ville ha handlefrihet til å stimulere den samlede sysselsettingen. Det ville ikke bli lett å skulle redusere statens underskudd i en situasjon hvor oljeinntektene må antas å avta for hvert år som går.

Vi kan selvsagt være så heldige at oljeprisen stiger igjen, så vi slipper å måtte ta stilling til dette. Kanskje er også oljeprisen unormalt lav nå. Men det er viktig å være klar over at staten, når den har bygget ut velferdsordningene og det offentlige oppgaver, ikke har gardert seg godt mot at oljeprisen er så lav over lengre tid.

Vi har tidligere sett at kronkursen ble svekket da valutamarkedet reagerte på fallet i Norges bytteforhold med utlandet. Det kan uttrykke forventninger om at oljeprisen kommer til å holde seg lav, og at forventningene om Norges inntekter på lang sikt er nedjustert. Det vil da også være en dempet tillit til statens langsiktige finansielle stilling. Det er risikofylt å øke utgiftene og redusere skattene når det er tvil om den langsiktige balansen i økonomien. En ekspansiv budsjettpolitikk ville kunne øke usikkerheten og fluktusjonene i valutakursen, og redusere Norges Banks handlefrihet. Finanspolitikken bør tvert om innrettes slik at det blir rom for en lavere rente som kan motvirke en nedgangstid, innenfor rammen av en lav pris- og kostnadsstigning.

Myndighetene må være svært varsomme med å binde opp de langsiktige prioriteringene i statsbudsjettet ytterligere. Hvis den lave oljeprisen vedvarer, vil det snart bli behov for å se kritisk på omfanget av velferdsordningene og det offentlige

tjenestetilbudet, og det kan bli nødvendig å øke skattenivået. Hvis det senere i konjunkturforløpet er ønskelig med særskilte tiltak for å begrense arbeidsledigheten, bør det være tiltak som lett kan reverseres, og som ikke svekker statsfinansene på lengre sikt.

Avslutning

Jeg stilte innledningsvis følgende spørsmål: Er vår økonomi robust nok til å møte oljeprisfallet uten en ny runde med store omstillinger?

Vårt finansielle system står bedre rustet enn sist til å møte en ny lavkonjunktur. Vi har unngått en gjeldsboble av det omfanget vi måtte slite med sist. Men jeg er i tvil om finansnæringens langsiktige omstillingsevne.

Norge må støtte oppbyggingen av en ny arkitektur for verdens finanssystem. Dette er et møysommelig og langsiktig arbeid, og vi må være forberedt på at ikke alle problemer kan løses over natten. Men skal vi ha noe håp om at verdensøkonomien skal bli mer stabil og forutsigbar, finnes det ingen reelle alternativer til å bygge opp bedre internasjonale kjøreregler for finansmarkedene.

Vi har sett at tilliten til vår valuta er sårbar. For å bygge opp igjen tilliten og oppnå en stabil valuta, må pengepolitikken være et troverdig anker for forventninger om fortsatt lav prisstigning. Pengepolitikken og finanspolitikken må virke sammen for å dempe konjunkturbølgene.

Finanspolitikken må være troverdig på lang sikt. Velferdssamfunnet er avhengig av sterke statsfinanser. Myndighetene må være varsomme med å binde opp de langsiktige prioriteringene i statsbudsjettet. Eventuelle tiltak for å motvirke en økning i arbeidsledigheten, må kunne reverseres senere og ikke svekke den langsiktige troverdigheten.

Vi har gode forutsetninger for å møte utfordringene. Vi har høy sysselsetting og en velutdannet befolkning. Men vår økonomi er også sårbar og skjør.

De senere årene har vi hatt en for ekspansiv finanspolitikk. I år har vi et vel tilpasset opplegg. En fortsatt stram finanspolitikk kan bidra til å gjenvinne troverdighet og tillit, slik at vi gradvis kan sette ned renten. La det være min forhåpning for utviklingen fremover.