



# Økonomiske perspektiver

Årstale av sentralbanksjef Øystein Olsen  
Norges Bank, torsdag 17. februar 2011

# Økonomiske perspektiver

Foredrag av sentralbanksjef Øystein Olsen på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 17. februar 2011

I disse dager er det ti år siden vi fikk et inflasjonsmål for pengepolitikken. Våren 2001 ble Norges Bank gitt i oppdrag å sette renten med sikte på å holde inflasjonen lav og stabil. Samtidig kom handlingsregelen for finanspolitikken, som staket ut en kurs for bruken av oljepenger.

For første gang på lenge fikk den økonomiske politikken i Norge en samlet langsiktig forankring og forpliktende styringsmål. I Stortingsmelding nummer 29 fra 2001 ble Stortinget orientert om de nye retningslinjene. Meldingen er kanskje ikke poesi, men uansett et dokument jeg har et nært forhold til.

I kveld vil jeg se på erfaringene med disse styringsreglene og stille følgende spørsmål: Har inflasjonsstyringen og handlingsregelen for finanspolitikken levd opp til de forventningene vi hadde for ti år siden? Og hvordan kan erfaringene fra de siste ti årene brukes til å møte de utfordringene vi nå står overfor?

I 2011 er det også ti år siden nobelprisen i økonomi gikk til George Akerlof, Michael Spence og Joseph Stiglitz. De tre fikk prisen for sitt arbeid med hva som kan skje i markeder når noen vet mer enn andre. Økonomer synes det er klargjørende å kalle dette ”asymmetrisk informasjon”. Teoriene gir et bakteppe for å forstå finanskrisen som rammet verden i 2008.

Mangel på god informasjon ledet til at mange tok for mye risiko, kanskje uten å vite det. Investorer og banker forventet at de kunne velte tap over på andre eller at myndighetene ville tre inn om det gikk helt galt. Nå er det en bred erkjennelse av at rammeverket for finansmarkedene var for svakt. Økte ambisjoner om styring av finansmarkedene og nye og bedre virkemidler er på dagsorden. Jeg vil komme tilbake til dette.

Men la meg starte i verden rundt oss.

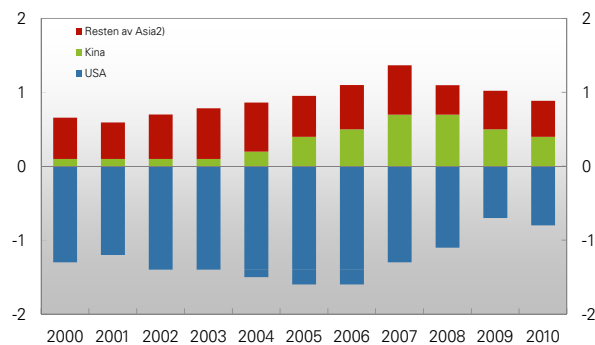
## Verdensøkonomien: orden i eget hus gir robusthet

Krisen i verdensøkonomien høsten 2008 var det største økonomiske jordskjelvet i vår tid. Året etter falt verdens samlede BNP for første gang på generasjoner. Krisen ble utløst i boligmarkedet i USA, men en tett integrert finanssektor førte til at problemene spredte seg raskt til mange land og sektorer.

Da boblen sprakk, ble overdreven optimisme i finanssektoren snudd til dyp pessimisme. Kreditt tørket inn. Det ble dyrt og vanskelig for finansinstitusjoner å låne penger, selv om problemene bunnet i verditap langt unna. Handelen mellom land, som er avhengig av velfungerende kredittkanaler, ble rammet.

Selv en ekspansiv økonomisk politikk, med rekordlave renter, lavere skatter og sterk vekst i offentlige utgifter, kunne ikke hindre at nedgangen ble dyp. Men det hjalp godt og motvirket at krisen ble like langvarig som depresjonen på 1930-tallet.

Figur 1 Driftsbalanse overfor utlandet. I prosent av verdens BNP. 2000 – 2010<sup>1)</sup>



1) IMF's anslag for 2010  
2) Afghanistan, Bangladesh, Bhutan, Brunei, Kambodsja, Fiji, India, Indonesia, Kiribati, Laos, Malaysia, Maldivene, Myanmar, Nepal, Pakistan, Papua Ny-Guinea, Filippinene, Samoa, Salomonøyene, Sri Lanka, Thailand, Øst-Timor, Tonga, Vanuatu, Vietnam, Japan, Hong Kong, Korea, Singapore og Taiwan  
Kilder: IMF World Economic Outlook Database oktober 2010 og Norges Bank

Forut for krisen hadde globale ubalanser bygd seg opp. Store og tiltakende underskudd i amerikansk økonomi var drevet av høyt forbruk og stor appetitt på gjeld blant amerikanske husholdninger. USA hadde over lang tid brukt mer enn landet selv produserte. Privat gjeld økte der, men også i Europa. Motstykket var høy sparing i Asia – i første rekke Kina. Asias vilje til å kjøpe amerikanske obligasjoner førte til at ubalansene fikk vokse.

Ubalansene i verdenshandelen er blitt noe redusert de siste to årene, men det er en betydelig risiko for at de vedvarer. De må løses gjennom realøkonomiske tilpasninger. Det kan svekke den økonomiske veksten i verdensøkonomien det neste tiåret. Asiatiske økonomier har derimot klart seg bra gjennom krisen. De fremvoksende økonomiene er nå store nok til at god vekst der drar opp aktiviteten i andre deler av verden.

Finanskrisen har fremskyndet endringer i verdens økonomiske geografi. Setter vi BNP til 100 i år 2000, som i figur 2, hadde verdiskapingen frem til i fjor vokst til 112 i euroområdet og 118 i USA. I Brasil var tallet 143, og i Kina 271. Fortsetter utviklingen, kan Kina passere USA som verdens største økonomi i løpet av de neste 10 – 20 årene.

I USA, Japan og store deler av Europa har styringsrenten i praksis nådd en nedre grense. Myndighetene kan ikke ytterligere styrke økonomien gjennom lavere rente og svakere valutakurs. Vestlige land med handelsunderskudd ville hatt nytte av drahjelp for sin eksport. En sterkere kinesisk valuta kan være en del av løsningen.

Med sine enorme arbeidskraftreserver har Kina betydelig kapasitet til å eksportere til verdens rikeste land. At inntektene i Kina ikke i større grad brukes til konsum av egne varer og import, har trolig sammenheng med

grunnleggende strukturer i kinesisk økonomi. Inntektene er fortsatt lave for store grupper. Mye tilfaller statskontrollerte bedrifter og høyinntektsgrupper med stor sparetilbøyelighet. En betydelig del av verdiskapingen investeres i ny realkapital som i sin tur skaper videre vekst i eksporten.

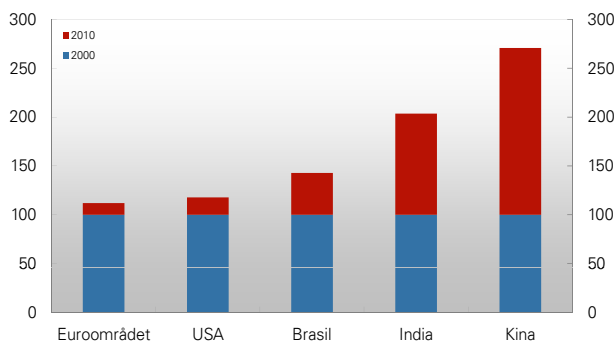
Forandringer er nok på vei i kinesisk økonomi. En større andel av inntektene vil bli kanalisert til forbruk. Overskuddet på driftsbalansen med utlandet som andel av BNP er redusert de siste par årene.

Men underskuddslandene i vest må selv ta tak i sine egne problemer. Vestlige land kan ikke på varig basis bruke mer varer og tjenester enn de selv er i stand til å produsere. Vi må regne med at husholdninger og foretak i Europa og USA nå vil ønske å spare mer. Mange har erfart at gjeld ikke fordunster like raskt som formue.

Finanskriser etterfølges gjerne av gjeldskriser. Noen må betale regningen. Rask vekst i statsgjeld i Europa og USA, som vist i figur 3, følger et velkjent historisk mønster. Finanspolitikken ble brukt aktivt i de fleste land for å dempe økningen i arbeidsledigheten. Feilene fra 1930-tallet skulle unngås. Tanken var god, og politikken var nok riktig. Men svake offentlige balanser ble enda svakere. I noen land kom store utbetalinger til bankene på toppen.

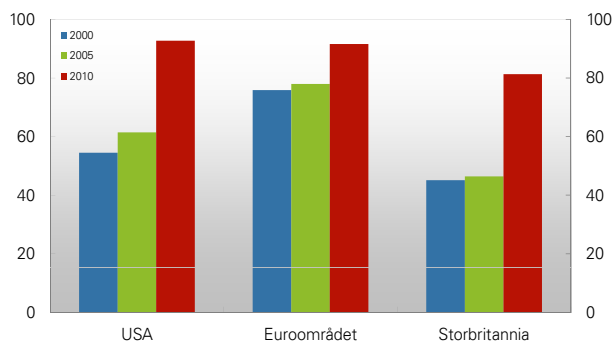
Situasjonen ble prekær i flere av eurolandene, først i Hellas, som hadde latt underskuddene krype oppover i de gode tidene. Etter hvert kom Irland, Portugal, og Spania under press og måtte betale høyere renter på nye lån. Også i Storbritannia var statsbudsjettet gjort opp med underskudd i de gode årene forut for krisen. Da skatteinntangen brått sviktet og trygdeutgiftene økte, kom underskuddet der opp i over 10 prosent av BNP. Statsgjelden ble doblet.

Figur 2 BNP. Faste priser. Indeks, 2000=100<sup>1)</sup>



1) IMF's anslag for 2010  
Kilder: IMF og Norges Bank

Figur 3 Offentlig bruttogjeld. I prosent av BNP. 2000, 2005 og 2010<sup>1)</sup>



1) OECDs anslag for 2010  
Kilde: OECD Economic Outlook 88

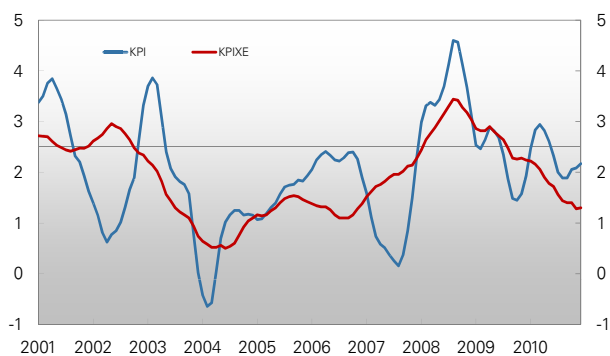
Myndighetene i mange land må dermed trå en vanskelig balansegang. Kontroll med gjelden krever en økonomi som har rygg til å bære den. Det er ikke sikkert at lave renter er tilstrekkelig for å understøtte den gryende oppgangen dersom finanspolitikken strammes til. Reformen som på en troverdig måte begrenser offentlig pengebruk på lang sikt, sammen med moderate innstramminger på kort sikt, kan være en god strategi. Land der staten sparte gjennom oppgangen, kan ha gode muligheter til å følge slike planer. Hellas gjorde ikke det. Handlingsrommet for de mest gjeldstyngede statene er lite, og tilliten til reformer er svekket. Dermed tvinges de til å ta mer av innstrammingerne tidlig.

Et fellestrekk ved de landene som *klarte seg godt* gjennom finanskrisen, var orden i eget hus. En langsiktig forankret økonomisk politikk ga handlingsrom til å bruke finanspolitikken aktivt da det ble nødvendig. De som klarte seg bra, hadde også pris- og kostnadsveksten under kontroll i årene før krisen. Norge faller i denne gruppen, selv om vi med våre store naturrikdommer er spesielle.

## Retningslinjer for den økonomiske politikken

I dag kan vi se tilbake på ti år med inflasjonsstyring og handlingsregel for finanspolitikken. På tross av finanskrisen har det vært en gylden periode for Norge. Den økonomiske utviklingen har vært preget av endringene i det globale handelsmønsteret som jeg kort har beskrevet. Asia har erstattet Europa som vår viktigste handelspartner for flere varer, og prisene på det vi eksporterer har steget langt mer enn prisene på det vi kjøper tilbake. Nasjonens

Figur 4 KPI og KPIXE<sup>1)</sup>. 12-månedersvekst, 5-måneders glidende snitt. Januar 2001 – desember 2010



1) KPI-JAE fram til februar 2002  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

inntekter er reelt nær 30 prosent høyere enn for ti år siden. Utvidelsen av EU ga oss tilgang til et større arbeidsmarked, og befolkningen i Norge har økt raskere enn på lenge. Arbeidsledigheten har vært lav – nær 3 prosent i gjennomsnitt i tiåret.

Figur 4 viser at veksten i konsumprisindeksen har variert en god del. Den underliggende inflasjonen har naturlig nok vært mer stabil, men har vært både høyere og lavere enn målet. Ser vi tiåret under ett, har prisstigningen vært 2 prosent, det vil si nær målet.

### Ideen om styringsregler

At inflasjonen har holdt seg lav og stabil må ses på bakgrunn av Norges Banks aktive bruk av renten. Rentesettingen har vært forankret i inflasjonsmålet fra 2001. Ideen om slike styringsregler for den økonomiske politikken sprang ut av erfaringer med økonomisk planlegging på 1960- og 70-tallet.

De første tiårene etter krigen var naturlig preget av høye ambisjoner for styring av økonomien – både hjemme og ute. Gjennom 1970-tallet, med inflasjon som skjød i været, stagnasjon og økende underskudd, svingte pendelen. Mens oppmerksomheten tidligere var rettet mot markedssvikt, ble det nå sterkere fokus på styringssvikt.

På teorisisiden viste økonomene Finn Kydland og Edward Prescott at myndigheter som sikter mot en langsiktig plan, kan ha sterke incentiver til å fravike den samme planen på et senere tidspunkt.<sup>1</sup> Hvis foretak og husholdninger allerede i utgangspunktet gjennomskuer dette, vil de tilpasse seg, og den økonomiske politikken undergraves. Kan myndighetene derimot på en troverdig måte binde seg til styringsregler, vil de komme nærmere sine langsiktige mål.<sup>2</sup>

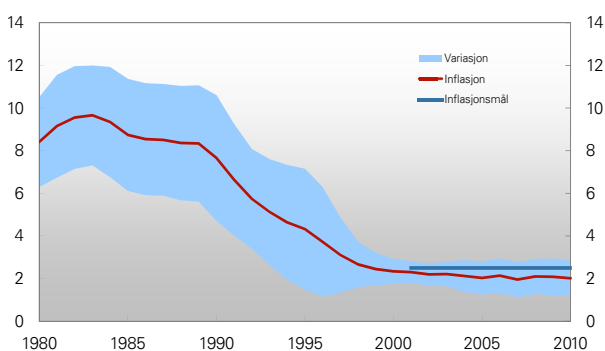
Tydligst kom denne lærdommen til uttrykk i pengepolitikken. Her i Norge erklærte myndighetene et mål for verdien av kronen, men devaluerte når kronen kom under press. Etter hvert ble devalueringer bygd inn i forventningene, og inflasjonen skjød i været. Det er her fristende å sitere Hermod Skånland – som uttrykte at vi i Norge ”tidlig og med betydelig klarsyn” staket ut en kurs for den økonomiske politikken – og deretter straks tok en annen vei.<sup>3</sup>

1 Finn Kydland og Edward Prescott (1977): “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans” *Journal of Political Economy* 85: 473 – 492.

2 At det kan være fordelaktig å binde seg til mål i den økonomiske politikken står ikke i motsetning til at økonomisk politikk samtidig kan stabilisere økonomien. Tvert i mot kan troverdig binding til mål gi mer handlingsrom til å stabilisere økonomien. Se for eksempel Michael Woodford (2003) “Interest and Prices,” Princeton University Press.

3 Foredrag ved Sosialøkonomenes forenings petroleumsseminar 2. 11. 1988.

Figur 5 Inflasjon. Glidende 10-års gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup> i KPI. Prosent. 1980 – 2010



1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet ti år tilbake  
 2) Båndet rundt KPI er variasjonen justert for avgiftsendringer og uten energivarer i gjennomsnittsperioden, målt ved +/- ett standardavvik  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Under oppgangen midt på 1980-tallet ble renten holdt lav, og offentlig pengebruk var høy. Økonomien ble sårbar. Da oljeprisen så falt i 1986, tvang det seg frem en kursendring. Alle krefter ble satt inn på å få kontroll med budsjettunderskuddet. Renten ble satt med sikte på holde kronekursen fast. På den måten skulle prisveksten bringes ned mot inflasjonen i andre land.

Bankkrise og nedgangstid tidlig på 1990-tallet ledet til ny erkjennelse av at markedskreftene måtte styres og bankene reguleres. Det ble inngått et bredt samarbeid om den økonomiske politikken. Det såkalte ”solidaritetsalternativet” innebar at partene i arbeidslivet skulle sikre moderat lønnsvekst og god konkurransevne. Myndighetene lovet stabil kronekurs. Strukture reformer ble gjennomført for å øke vekstevnen. Tilliten til pengepolitikken fikk feste, og inflasjon og realrente kom ned, se figur 5.

Men pendelen som beskriver styringssystem og -ambisjoner var stadig i bevegelse. Frem mot tusenårsskiftet steg oljeinntektene, og finanspolitikken kom under press. Fastkurspolitikken bidro til å forsterke svingningene i økonomien, og partene i arbeidslivet klarte ikke lenger å håndtere kostnadsveksten. Solidaritetsalternativet hadde spilt sin rolle. Uventet sterk vekst i oljeinntektene gjorde det dessuten viktig å lage en langsiktig spareplan for staten. Vi trengte nye ankerfester, både for finanspolitikken og pengepolitikken.

Stortingsmelding 29 fra 2001 trekker opp langsiktige regler for den økonomiske politikken. Rolledelingen er blitt tydeligere. Norges Bank har fått et klart ansvar for å holde prisstigningen lav og stabil. Regjering og Storting kan bygge på bankens reaksjonsmønster når de årlige statsbudsjettene fastlegges. Da har de også med seg at økt pengebruk over offentlige budsjetter kan utløse en

sterkere kronekurs. Partene i arbeidslivet kan legge lav og stabil inflasjon til grunn når de forhandler om hvor mye av den økonomiske veksten som skal tas ut i reallønn, og hvor høye ambisjoner en vil ha for sysselsettingen.

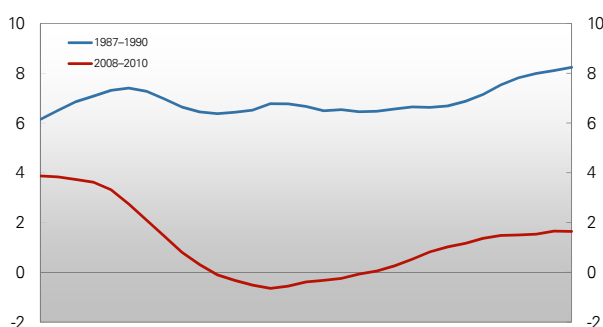
### Retningslinjene og finanskrisen

Finanskrisen i 2008 var en alvorlig test på hvor godt retningslinjene for den økonomiske politikken virker.

Rentenedgangen som fulgte av inflasjonsmålet, førte til at husholdningene netto fikk redusert sine årlige renteutgifter med rundt 40 milliarder kroner. Kronekursen virket som en støtdemper. Bedrifter med gjeld fikk det lettere og flere investeringsprosjekter ble lønnsomme med lavere rente. Samlet ga pengepolitikken et betydelig bidrag til at norsk økonomi klarte seg så godt.

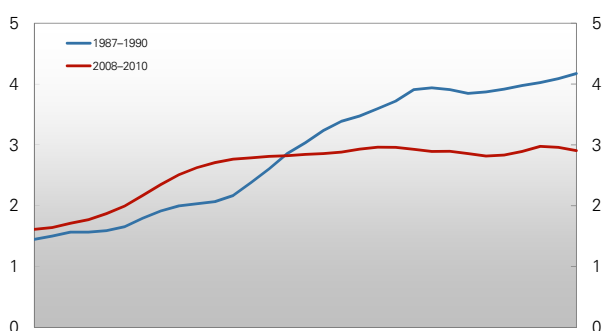
Forankrede inflasjonsforventninger gjorde pengepolitikken effektiv – nedgangen i Norges Banks styringsrente ble oppfattet som en nedgang i realrenten, se figur 6. Andre sentralbanker erfarte at det ble krevende å få realrenten lav nok.

Figur 6 Realrente<sup>1)</sup>. Prosent. August 1987 – februar 1990 og juni 2008 – desember 2010



1) 3-måneders nominell pengemarkedsrente deflatert med KPIJAE (glidende 5-måneders snitt for begge variabler)  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 7 Registrert arbeidsledighet<sup>1)</sup>. Prosent. August 1987 – februar 1990 og juni 2008 – desember 2010



1) Glidende 3-måneders gjennomsnitt  
 Kilde: NAV

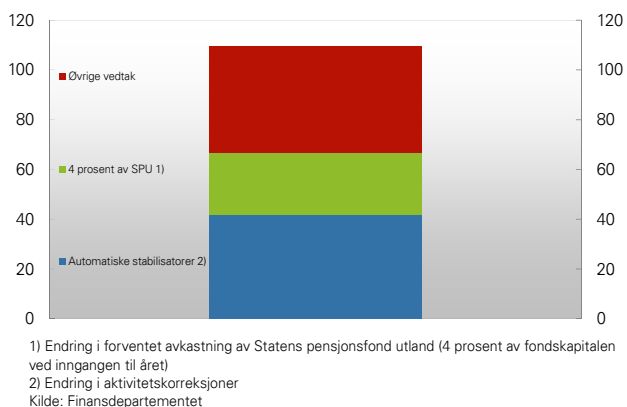
Kontrasten er stor fra nedgangsperioden mot slutten av 1980-tallet da renten måtte holdes oppe for å forsvare kronekursen. Den gangen opplevde vi manglende tillit både til pengepolitikken og finanspolitikken. Det kostet dyrt, slik figur 6 og 7 viser. Arbeidsledigheten økte på linje med det som oppleves i noen land i Europa nå.

Da finanskrisen rammet oss i 2008, var vi derimot svært godt stilt. En lang periode med høye oljeinntekter – og en klar spareplan – hadde gitt oss betydelig handlefrihet. Det gjorde at også finanspolitikken kunne brukes effektivt gjennom nedgangen. Retningslinjene sier at underskuddet i statsbudsjettet over tid skal tilsvare fire prosent av kapitalen i oljefondet – mer i dårlige tider, mindre i gode.

Når produksjonen og sysselsettingen faller, reduseres skatteinntektene automatisk, mens utbetalingene til arbeidsledige øker. En viktig side ved handlingsregelen er at slike virkninger skal få slå ut i svekket budsjettbalanse. Disse automatiske stabilisatorene ga betydelige impulser gjennom 2009 og 2010. Fallet i produksjon og sysselsetting førte automatisk til at husholdninger og foretak fikk reduserte skatter og økte overføringer på over 40 milliarder kroner samlet over de to årene, som vist i figur 8.

Økningen i oljefondet ga i henhold til handlingsregelen grunnlag for å øke pengebruken med 25 milliarder kroner. Regjering og Storting fattet vedtak om ytterligere bruk av penger, slik at det samlede bidraget fra finanspolitikken kom opp i over 100 milliarder kroner i disse to årene. Knapt noe land ga en så sterk samlet stimulans ved bruk av offentlige virkemidler gjennom krisen.

Figur 8 Finanspolitikken. Endring i det oljekorrigerte budsjettoverskuddet fra 2008 til 2010. Milliarder kroner



Retningslinjene fra 2001 gir klare langsiktige ankerfester for pengepolitikken og finanspolitikken. Samtidig legges det opp til at den økonomiske politikken tilpasses konjunktorene, dels automatisk og dels ved bruk av skjønn. På den måten forener reglene behovet for fleksibilitet i styringen av økonomien med gevinstene av å forplikte seg til mer langsiktige styringsmål.

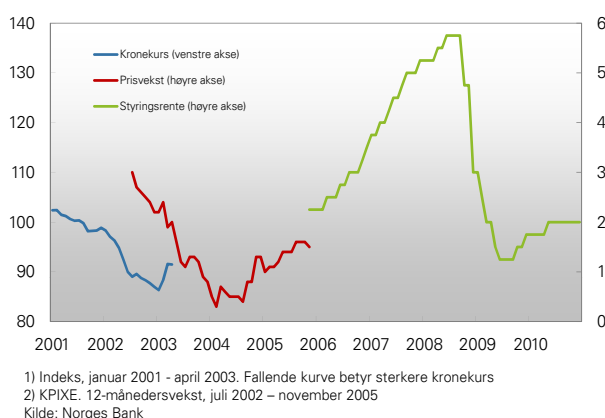
## Et tiår med inflasjonsmål

Prisstigningen er i dag så lav at folk flest ikke bryr seg med den. Konsumprisveksten har forsvunnet fra avisenes førstesider, der den var en hyppig gjest på 1980-tallet. Vi savner ikke inflasjonen.

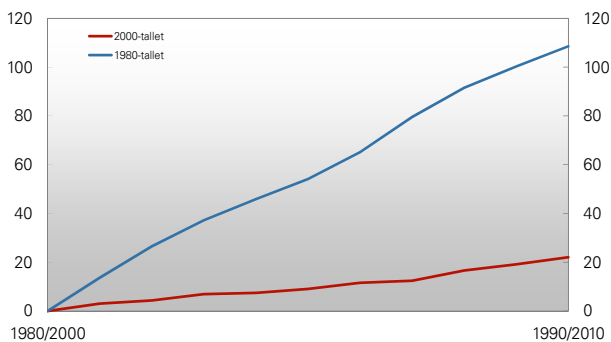
Selv om prisstigningen det siste tiåret har ligget nær målet på 2,5 prosent, har det vært krevende avveininger underveis. Det faglige skjønnet i utøvelsen av pengepolitikken er blitt satt på prøve. Gjennom disse årene har det vært læring og utvikling i forståelsen av hvordan norsk økonomi virker under inflasjonsstyring. La meg peke på noen lærdommer.

Erfaringene fra begynnelsen av tiåret synliggjorde hvilke krevende utfordringer vi kan stå overfor i pengepolitikken i en liten, åpen økonomi. Når renten settes opp for å bremse en sterk innenlandsk kostnadsstigning, kan det gi markerte utslag i kronekursen, slik vi så i 2002 – 2003 og vist i figur 9. Det påvirker både realøkonomien og utsiktene for inflasjonen.

Figur 9 Kronekurs<sup>1)</sup>, prisvekst<sup>2)</sup> og Norges Banks styringsrente. Januar 2001 – desember 2010

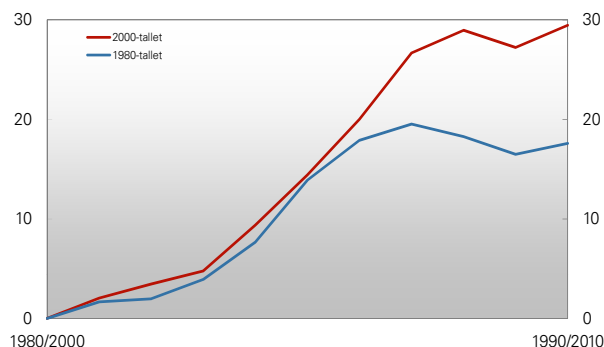


Figur 10 Prosentvis endring i KPI fra starten av tiåret. 1980- og 2000-tallet



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 11 Prosentvis endring i BNP for Fastlands-Norge fra starten av tiåret<sup>1)</sup>. 1980- og 2000-tallet



1) Anslag for 2010 fra Pengepolitisk rapport 3/10  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Midtveis i tiåret falt prisstigningen bratt, illustrert ved den røde linjen i figur 9. Kinas inntreden i verdenshandelen og økt norsk import fra Asia førte til vedvarende prisfall på mange varer. Kombinasjonen av svært lav inflasjon og høy økonomisk vekst var et nytt trekk som var krevende å håndtere for pengepolitikken. Renten – både ute og her hjemme – ble satt lavt. Det bidro samtidig til å forsterke konjunkturoppgangen i Norge.

Mot slutten av tiåret, under finanskrisen, ble renten igjen satt kraftig ned, og til rekordlave nivåer. At renten skulle ned, var neppe en vanskelig avveining. Et vedvarende lavt rentenivå kan derimot være krevende i en økonomi hvor lånelysten er stor og hvor stigende bolig- og eiendomspriser kan skape balanseproblemer. Oppgangen i norsk økonomi synes nå å ha fått godt feste. Utsikter til lav inflasjon trekker fortsatt i retning av lav rente. Hensynet til å gardere mot risikoen for fremtidige finansielle ubalanser som kan forstyrre aktiviteten og inflasjonen et stykke frem i tid, tilsier derimot at renten ikke holdes lav for lenge.

For å samle noen tråder fra det siste tiåret: Prisveksten har vært nokså stabil og nær målet. Det viser at pengepolitikken har virket. Sammenlikner vi for eksempel med 1980-tallet, har inflasjonen i det siste tiåret vært vesentlig lavere, og veksten i fastlandsøkonomien vesentlig høyere – se figur 10 og 11. Det har ikke vært noen konflikt mellom lav inflasjon og høy økonomisk vekst, slik noen økonomer tidligere hevdet<sup>4</sup>.

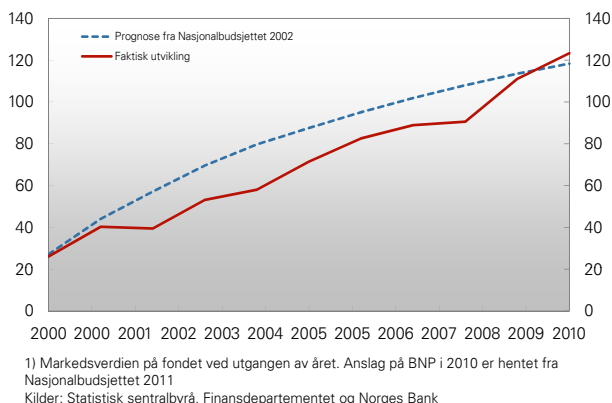
Utfordringene underveis har gitt læring. Inflasjonen stabiliseres ikke av seg selv. Og det kan være kostnader forbundet med å bringe den tilbake til målet.

Det har skjedd en utvikling, både i Norges Banks analyser og i kommunikasjonen. Banken har vunnet erfaring med hvordan renten virker under et inflasjonsmål. Deltakerne i det økonomiske liv er blitt kjent med vårt reaksjonsmønster. I rentesettingen legger vi ikke bare vekt på å bringe inflasjonen tilbake til målet, men det tas også hensyn til hvordan renten virker inn på produksjon og sysselsetting. Etter ti år med læring er inflasjonsstyringen blitt mer fleksibel.

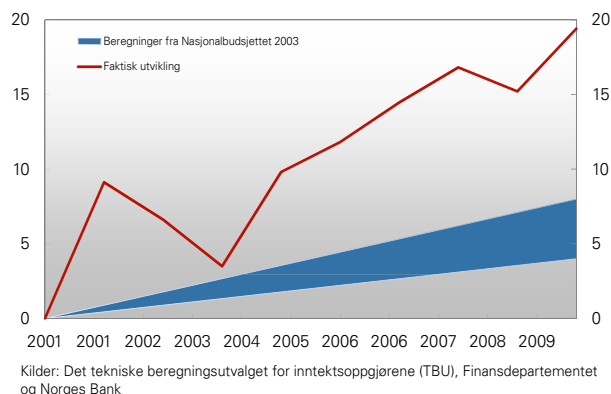
Den friheten er god å ha, og lett å miste. Uten resultater som viser at inflasjonsmålet faktisk nås over tid, risikerer vi å undergrave tilliten til pengepolitikken. I avveiningen mellom ulike hensyn må pengepolitikken holde fast ved sitt hovedmål – lav og stabil inflasjon. Andre virkemidler må brukes for å oppnå andre målsettinger.

4 Se for eksempel Leif Johansen, Offentlig Økonomikk (1965)

Figur 12 Statens pensjonsfond utland. I prosent av BNP<sup>1)</sup>. 2000 - 2010



Figur 13 Relative lønnskostnader. Anslag i Nasjonalbudsjettet 2003 og faktisk utvikling. Prosentvis endring fra 2001



## Gjennomføringen av handlingsregelen

Også i finanspolitikken har vi nå ti års erfaring med regelstyrt økonomisk politikk. Petroleumsfondet, eller Statens pensjonsfond utland som det nå heter, har økt fra knappe 400 milliarder kroner i 2001 til over 3100 milliarder kroner i dag. I forhold til BNP er størrelsen på fondet på linje med det som ble stilt i utsikt i 2001, se figur 12.

Da oljefondet ble opprettet, var det naturlig å bygge på den kompetansen som fantes i sentralbanken gjennom forvaltningen av valutareservene – formuen skulle plasseres i utlandet. Sentralbanken har vært og vil fortsatt være et godt hjem for fondet.

Samlet over de siste ti årene har regelen ført til at staten har brukt 730 milliarder kroner av oljeinntektene etter dagens kroneverdi. Det er rundt 100 milliarder kroner mer enn en streng tolkning av handlingsregelen skulle tilsi.

Økt bruk av penger over offentlige budsjetter fører til at annen virksomhet fortreges. Beregninger fra Finansdepartementet<sup>5</sup> viste at avskalling av privat næringsliv var en uunngåelig side ved handlingsregelen. Lønnskostnadene i Norge ble anslått å stige med 4 – 8 prosent mer enn hos handelspartnerne frem til 2010 som følge av økt innfasing av oljeinntekter, se figur 13.

Finansdepartementet var nøkterne, men likevel for optimistiske. Lønnskostnadene steg raskere. I løpet av tiåret svekket konkurransevnen seg faktisk med 20 prosent.

Da handlingsregelen ble innført i 2001, ble det lagt vekt på at deler av det økte handlingsrommet som oljeinntektene gir, skulle brukes til å styrke den langsiktige vekstevnen til norsk økonomi, for eksempel gjennom investeringer i infrastruktur, forskning og utdanning. I Stortingsmeldingen fra 2001 ble det også påpekt at ”[...] *Et høyt skattenivå medfører samfunnsøkonomiske kostnader* [...]”.

Myndighetene har brukt handlingsrommet til å gjennomføre standardøkninger og øke utgiftene på en rekke områder. Prioritering av tiltak som styrker produktiviteten og vekstevnen på lengre sikt, herunder justeringer i skattesystemet, synes derimot å ha kommet noe i bakgrunnen.

Finanspolitikken har som hovedmål å sikre gode offentlige tjenester, sørge for en fornuftig fordeling av inntekter og investere i viktig infrastruktur. Det må gjelde både i gode og dårligere tider.

Samtidig må alle gode formål prioriteres innenfor en samlet økonomisk ramme. Fondskonstruksjoner eller andre finansieringsformer på utsiden av det ordinære budsjettet er bare en måte å omgå ordinære prioriteringer på. Tilliten til at finanspolitikken følger handlingsregelen vil kunne svekkes. Det vil i så fall også påvirke rentesettingen. Som sagt – politikregler og ord må følges av handling. Med Skånlands ord: *Staker myndighetene først ut en kurs, bør de ikke legge i vei i en annen retning.*

5 Nasjonalbudsjettet 2003



## Lærdommer fra finanskrisen – finansiell stabilitet og tilsyn

Jeg har beskrevet hvordan Norge skiller seg fra andre land etter finanskrisen. Mens nedgangstid og høy statsgjeld preger mange EU-land, har vi benyttet vår handlefrihet og klart oss bra. Men på ett punkt skiller vi oss fra andre land på en måte vi kanskje *ikke* liker: Norske husholdninger er blant de mest forgjeldede i Europa, se figur 14.

Stigende gjeld og økende eiendomspriser driver hverandre. Høyere formuespriser gir høyere panteverdi for utlån. Og større tilgang på lån gir økt kjøpekraft når eiendom bys frem. Slik øker opplåning risikoen i det finansielle systemet. Høy opplåning, spesielt blant grupper av amerikanske husholdninger, var en viktig bakgrunn for finanskrisen høsten 2008. I Norge er gjeldsveksten kommet ned, men det er ingen tegn til at gjelden faller.

Mens pengepolitikken og finanspolitikken har hatt et langsiktig forankret styringssystem de siste ti årene, er det *ikke* et tilsvarende helhetlig styringssystem for finansmarkedene. I dag stilles krav til den enkelte bank, men uten tilstrekkelig hensyn til den samlede risikoen i det finansielle systemet. Det ble tydelig under finanskrisen.

Når det oppstår rystelser i vårt økonomiske system, står myndighetene bak som långiver i siste instans. Det har også en bivirkning – bankene kan føle seg frie til å ta på seg for mye risiko: Går det bra, beholder de gevinsten. Går det galt, regner de med at fellesskapet tar en del av regningen.

Figur 14 Husholdningenes gjeld. I prosent av BNP. 2000, 2005 og 2010<sup>1)</sup>



1) Ved utgangen av 2000, 2005 og 3. kvartal 2010

2) Husholdningenes utestående gjeld er fra MFI (Monetary Financial Institutions) i euroområdet

3) K2 husholdninger i prosent av BNP Fastlands-Norge

Kilder: ESB, Thomson Reuters, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Reguleringen av finanssektoren må derfor trygge finansiell stabilitet, men samtidig beskytte fellesskapet mot tap. Akerlof, Spence og Stiglitz – Nobelprisvinnerne fra 2001 – påpekte hvordan aktørene i markeder tilpasser seg. De ga viktige ledetråder for hvordan reguleringer bør utformes. Vi skal neppe ha ambisjoner om finstyring av økonomien, heller ikke på dette området. Men vi må ha ambisjoner om et godt styringssystem som ivaretar fellesskapets interesser. Det er nå på dagsorden i Norge og i andre land.

Jeg vil trekke frem tre hovedpunkter fra dette arbeidet:

For det første viste finanskrisen at bankene hadde for lite egenkapital, for mye kortsiktig markedsfinansiering og for små buffere av lett omsettelige eiendeler. Her vil det nye regelverket, de såkalte Basel III-reguleringene, stille strengere krav. Mer og bedre kapital vil sette bankene i stand til å møte større svingninger i økonomien uten brått å måtte stramme inn på utlån. De nye reglene tar sikte på å bremse bankenes vekst i oppgangsperioder.

For det andre inneholder det nye rammeverket makrotiltak som kan settes inn etter behov. Bankene kan pålegges krav om ekstra kapital hvis kredittveksten i hele økonomien er urovekkende høy. Kravet skal sikre at bankene bygger opp en ekstra kapitalbuffer når systemrisikoen øker. Bankene kan også bli pålagt å begrense utlån i forhold til panteverdi.

For det tredje må myndighetene skaffe seg verktøy for å kunne avvikle banker på en ryddig måte. I denne sammenheng er det viktig at bankene har oversiktlige konsernstrukturer. Bankene må selv sørge for planer for hvordan de kan avvikles dersom problemer oppstår. Eiere og kreditorer – ikke skattebetalerne – må belastes for tapene. Da vil renten på bankenes egne innlån gjenspeile den risikoen bankene tar, og ikke en underforstått statsgaranti. Det vil i seg selv virke forebyggende.

Norge har på noen områder hatt et strengere bankregelverk enn andre land. Over tid har *det* vært en styrke, ikke en svakhet, for norske banker. De nye internasjonale reglene skal fases gradvis inn fra 2013 til 2019. Det er lenge å vente.

Myndigheter på tvers av land må samarbeide både om hvilke regler som skal gjelde, når de skal tre i kraft og hvordan de skal håndheves. Skillet mellom egne og andre lands banker viskes stadig mer ut. I Norge har vi nære relasjoner med våre naboland, også i finanssektoren.

Vi kan ha nytte av at vi sammen går foran og innfører nye og strengere regler.

Finansdepartementet har det overordnede ansvaret for finansiell stabilitet. Men det kan være krevende å bremse gjeldsveksten i tider med sterk optimisme og fremtidsstro. Fra pengepolitikken har vi gode erfaringer med tydelige mandater og en klar delegering av ansvar. Hjemmelen til å iverksette makrotiltak for å trygge finansiell stabilitet bør delegeres, på samme måte som regjeringen har delegert ansvaret for å sette renten.

Norges Bank bør få et formelt ansvar for å gi konkrete råd om makrotiltak rettet mot finanssektoren. Banken har et bredt og sterkt fagmiljø og daglig nærvær i finansmarkedene. Vi er derfor klare til å gi råd om hvilke tiltak som bør settes i verk. Finanstilsynet bør stå for gjennomføringen. Både sentralbanken og Finanstilsynet holder hus i dette bygget – men kommunikasjonen oss i mellom bør skje i offentlighet. Det vil gi en tydelig ansvarsdeling.

Kan diskusjonen om nye reguleringer av bankene fortone seg som en pendelsvingning tilbake mot den styringsoptimismen som jeg beskrev tidligere? Bildet er nok mer nyansert. Banker har vist slående evne til å tilpasse seg regelverk. Den evnen har de neppe tenkt å legge til side. Vi må erkjenne at vi ikke kan regulere oss bort fra at finansinstitusjoner havner i vansker. Et nytt regelverk må derfor bygge på at bankene selv sitter med det endelige ansvaret for den risikoen de tar på seg. Da vil de også selv ha interesse av å etterleve regelverket.

## Avslutning

I kveld har jeg forsøkt å samle noen tråder rundt utformingen av økonomisk politikk gjennom vår nære historie, og samtidig gitt enkelte glimt fra utviklingen av økonomifaget. Synet på økonomisk styring har endret seg i denne perioden – påvirket av konjunkturer og begivenheter.

Kanskje gir politikeres responsen under finanskrisen uttrykk for at pendelen har svingt igjen, i retning av økt styringsoptimisme. På den annen side var finanskrisen en rystelse som krevde at alle virkemidler ble tatt i bruk. Tiltakene ble strukket langt og var til dels utradisjonelle. I noen land er regningen stor.

Etter at Kydland og Prescott i sitt prisbelønte arbeid stilte spørsmålet: "Regel- eller skjønnsutøvelse?" – har vi i dag kanskje landet på: Ja takk – begge deler. En økonomisk politikk som enten styres blindt etter en regel, eller som bare rettes inn mot å løse problemene fra dag til dag, kan føre galt av sted. Stortingsmelding 29 fra våren 2001 forsøkte å forene gevinstene av å forplikte seg til mer langsiktige styringsmål med behovet for fleksibilitet i styringen av økonomien. Innenfor pengepolitikken har vi etablert det vi kaller fleksibel inflasjonsstyring.

En generell lærdom for utformingen av økonomisk politikk er at ansvar må plasseres der det hører hjemme. Pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Renten må ikke overbelastes med mange mål, men kan bidra til å stabilisere svingninger i økonomien. Politikken for finansiell stabilitet må ikke overta risiko fra banker og andre finansinstitusjoner, men synliggjøre hvilken risiko de selv står overfor.

De siste ti årene har vært en gylden periode for norsk økonomi. Det skyldes nok en kombinasjon av dyktighet og flaks. Oljeinntektene har gitt oss store fordeler. Men rikdommen skal også forvaltes på en god måte. Vi vil møte nye utfordringer. Vi kan ikke ta fortsatt medgang for gitt. Desto viktigere er det å holde fast ved rettesnorer for den økonomiske politikken som bygger på langsiktighet og troverdighet. Da har vi gode forutsetninger for å skjære gjennom nye brottsjøer. Historien gjentar seg ikke. Men pendelen svinger. Alltid. Uansett.