

## 2000-tallet: Fra optimisme til krise

Denne temaartikkelen er hentet fra  
Folketrygdfondets årsrapport for 2009

# 2000-TALLET: FRA OPTIMISME TIL KRISE

Av Ådne Cappelen og Torbjørn Eika, Forskningsavdelingen, Statistisk sentralbyrå\*.

**Oppløsningen av Østblokken var en medvirkende årsak til en svak utvikling av Norges bytteforhold med utlandet gjennom store deler av 1990-tallet. Kinas inntreden i WTO i 2000 bidro til sterk vekst i verdensøkonomien på 2000-tallet og endringer i relative priser som var til Norges fordel. På 2000-tallet har Norges inntekter derfor vokst mye. Men tross nye regler for økonomisk politikk, har utviklingen vist at svingningene i økonomien ikke er en saga blott.**

Ved innledningen 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 nå måtte landene finne sin plass i et nytt geopolitisk regime. Det påvirket allerede tidlig på 1990-tallet små vest-europeiske land som søkte medlemskap i EU. Noen av de øst-europeiske landene som hadde tilhørt ”andre verden” forsøkte å finne en plass i første verden, og flere av dem ble etter hvert opptatt som EU-medlemmer. Mange så på oppløsningen av andre verden som ”slutten på historien”<sup>2</sup>, mens andre var langt mer pessimistiske.<sup>3</sup>

På begynnelsen av 1990-tallet, var verdensøkonomien mer globalisert enn den noen gang hadde vært. Globaliseringen ble forsterket ved utviklingen av World Wide Web og bruken av nettet økte voldsomt utover på 1990-tallet. Nye selskaper knyttet til IT-næringen dukket opp. 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 råvarer å selge for å finansiere sin import av bearbejdede varer og ikke minst luksuskonsumvarer. Tilbudet av råvarer økte derfor mye, særlig fra Russland. Det førte til at både oljeprisene og en

rekke andre råvarepriser, slik som aluminium, sank til et lavt nivå på begynnelsen av 1990-tallet. Dette var en ugunstig utvikling for Norge fordi vi er også nettoeksportør av råvarer og nettoimportør av bearbejdede industrivarer. Norge opplevde derfor et bytteforholdstap.

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. I Norge valgte vi derimot en videreutvikling av tradisjonelle løsninger i den økonomiske politikken som på flere punkt brøt med datidens internasjonale trender. Solidaritetsalternativet representerte ikke egentlig noen vesentlig omlegging av politikken i Norge, men snarere en systematisering og et helhetlig grep i den økonomiske politikken.

Utover 1990-tallet skjedde det en gradvis bedring i bytteforholdet og den økonomiske veksten internasjonalt tok seg kraftig opp. En gunstig internasjonal utvikling sammen med politikken som ble ført, bidro til høyere vekst også i norsk økonomi. Arbeidsledigheten ble redusert til mer normale nivåer 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 mfl. (2009).

\* Takk til Tore Lindholt for kommentarer til tidligere utkast.

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

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

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

Men slutten av 1990-tallet var ikke bare fryd og gammen. Finanskrisen i øst-asiatiske land i 1998 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 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 Statens pensjonsfond utland. Fondet ble første gang tilført midler i 1996. Som følge av høy oljeproduksjon og gjennomgående høye oljepriser, økte overskuddene på statsbudsjettet og fondet sterkt. Hvordan oljeinntektene skulle innføres i økonomien ble på ny aktuelt.

Denne artikkelen er 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. Finanskrisen kan 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 gangen 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”.

”Finanskrisen kan oppfattes som en følge av at man ikke har evnet å holde fast på det man en gang lærte av historien”

I denne artikkelen 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.

### Endringer i internasjonale rammebetingelser på 2000-tallet

Ved sin inntreden i WTO i 2000 ble Kina for alvor 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 ledende økonomi i verden og passerte Tyskland som verdens største eksportør i 2009. Også India – som etter sin selvstendighet etter andre verdenskrig hadde ført en politikk basert på importrestriksjoner – åpnet sin økonomi gradvis overfor verden og har blitt en økonomisk stormakt på 2000-tallet.

I motsetning til hva oppløsningen av den ”andre verden” betydde for Norge på begynnelsen av 1990-tallet i form av tapt bytteforhold til utlandet, hadde kinesisk økonomi 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 produktet og ikke minst konsumgoder. Med kontroll på valutakursen og enorme arbeidskraftsressurser, ”oversvømmet” Kina verden med stadig billigere varer på 2000-tallet. Dette har skapt

<sup>4</sup> Kina slipper nå ut mer Kyoto-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 deltagelse essensiell hvis viktige beslutninger på internasjonalt nivå skal fattes. En av de viktige, men lite påaktede, 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 selsagt med i G20-gruppen, men denne gruppen utgjør ennå ikke en global aktør i koordinering slik G7-gruppen var tidligere.

ubalanser i betalingsstrømmene i verden, og har ikke minst vært en utfordring for mange sentralbanker. Den sterke kinesiske veksten kan ses på som et ”tilbudssidesjokk” som pengepolitikken normalt ikke kan gjøre noe særlig med, men som har betydning for sentralbanker som skal innrette pengepolitikken mot et inflasjonsmål.

For Norge innebar Kinas vekst en bedring i bytteforholdet overfor utlandet. Dette medførte 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 (se figur 1-2).

En annen endring i internasjonal økonomi som fikk stor betydning for Norge, var utvidelsen av EU østover i 2004. Etter hvert kom mange arbeidstakere fra nye EU-land til Norge under konjunkturoppgangen fra midten av 2000-tallet. Dette bidro til å lette presset i økonomien særlig innenfor service- og byggefagene. 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. To endringer i organiseringen av internasjonal økonomi førte altså til at Norge

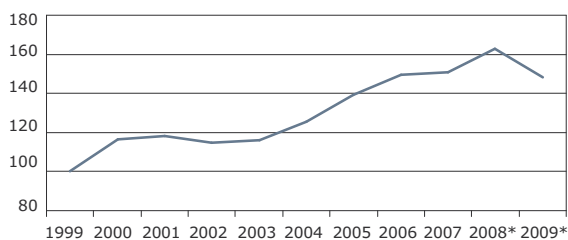
fikk økt sitt produksjons- og inntektsgrunnlag i løpet av 2000-tallets første tiår.

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 som har store kostnader for de som berøres og bidrar til å undergrave bærekraften i USAs statsfinanser. 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.

Til tross for de negative momentene mener vi at 2000-tallet gjennomgående er 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. 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. Utover på 2000-tallet, etter at konjunkturedgangen i 2001/2002 var et tilbakelagt stadium, kom Kina-effekten til å gi grobunn for ny optimisme. Igjen mente mange økonomer

**Fig. 1. Disponibel realinntekt for Norge**

1999 = 100

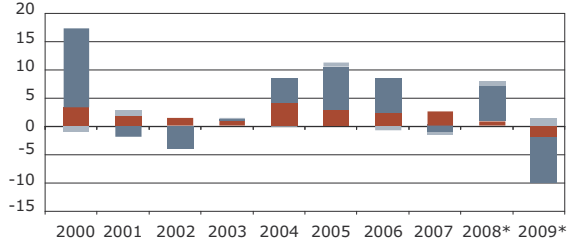


\*Foreløpige nasjonalregnskapstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Fig. 2. Vekstbidrag til disponibel realinntekt for Norge**

prosentpoeng



\*Foreløpige nasjonalregnskapstall

■ Endring i rente- og stønadsbalansen  
 ■ Bytteforhold  
 ■ Produksjonsvekst

Kilde: Statistisk sentralbyrå

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. Myndighetenes håndtering av IT-boblen økte selvtilliten og gjorde at man mente at man var i et slags nytt regime. Men finanskrisen i 2008 har endret manges oppfatning av den globale markedsøkonomiens robusthet mer grunnleggende enn hva tilfellet var da IT-boblen sprakk i 2001.

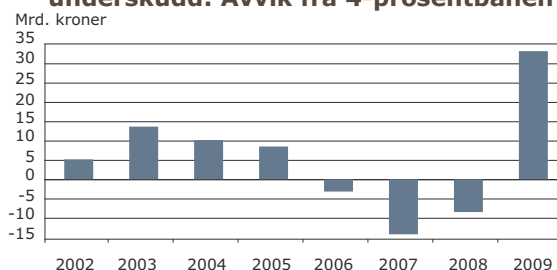
### Nye regler for økonomisk politikk i Norge

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 fast valutakurs overfor euro. I stedet gikk man over til et inflasjonsmål, men hvor stabilitet i valuta, 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 – altså en underliggende ekspansiv finanspolitikk målt ved underskuddet i den strukturelle oljekorrigerede balansen på statsbudsjettet (SOBU). Over tid skulle SOBU tilsvare den forventede realavkastningen av Statens pensjonsfond utland. Dette kalles den finanspolitiske handlingsregelen.

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 finanspolitiske disiplinen svekket utover på 1990-tallet etter hvert som statsfinansene bedret seg og oljeinntektene ble høye. Det var nødvendig å presisere 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 i 1998 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

**Fig. 3. Strukturelt oljekorrigert budsjettunderskudd: Avvik fra 4-prosentbanen**

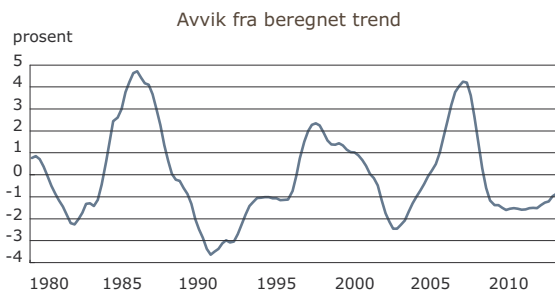


Kilde: Finansdepartementet

uroen brøt ut og hvor veksten i Norge var sterk, hadde man hatt behov for pengepolitisk innstramming, men for at valutakursen ikke skulle bli for sterk i 1997, måtte Norges Bank sette ned styringsrentene. Pengepolitikken ble derfor medsyklisk. Kravet til stabil valutakurs hadde nærmest forrang framfor realøkonomisk stabilitet.

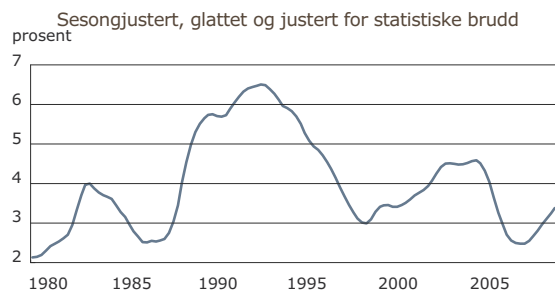
Ble så de nye politikklreglene fulgt? Figur 3 viser årlige avvik fra en (for) streng tolkning av handlingsregelen for finanspolitikken – eller 4-prosentbanen. Underskuddene i 2002-2005 er ”for store”, men i disse årene hadde vi en lavkonjunktur 2002-2004 som en isolert sett skal ta hensyn til i utformingen av politikken. IT-boblen ga 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 påvirket også budsjettet for 2010. Det må også legges til at den nøyaktige tallfestingen av den strukturelle budsjettbalansen er usikker og kan komme til å vise seg å være for høyt anslått, jfr. Eika (2009). Vi mener finanspolitikken har vært i tråd med handlingsreglen.

**Fig. 4. BNP Fastlands-Norge**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Fig. 5. Arbeidsledighetsraten**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Håndteringen av finanskrisen fra høsten 2008 viser imidlertid at penge- og kredittpolitikk er mer enn bare rentepolitikk. Sentralbanken og myndighetene 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 kalles ”diskresjonær” eller ad hoc virkemiddelbruk.

I perioden 2002 til 2009 var inflasjonen målt ved veksten i konsumprisindeksen i gjennomsnitt 1,8 prosent, mens justert for avgiftsendringer og uten energivarer var veksten 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 tilbudssideendring gjennom pengepolitikken. Etter vår vurdering kan kanskje Norges Banks kommunikasjon til tider kritiseres for å ignorere forskriftens pålegg om å vektlegge stabilitet i andre forhold enn inflasjon. I noen situasjoner kan den også kritiseres for å ha reagert litt sent. Da finanskrisen eskalerte 15. september 2008 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 var helt tydelig på vei ned, uheldig.

Heller ikke i den høykonjunktoren vi nettopp har lagt bak oss, og etter at nye politikregler var på plass, har vi 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.

## Norsk økonomi på 2000-tallet

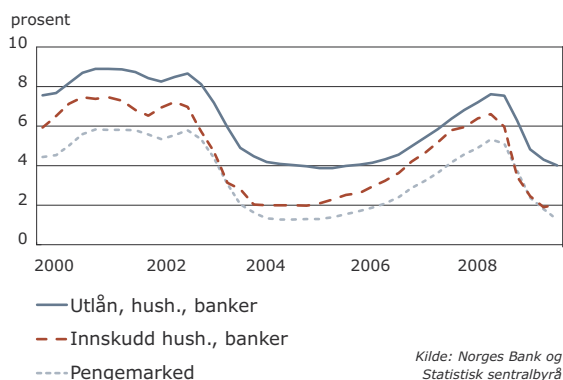
### – konjunkturutviklingen

På 1980-tallet og delvis 1990-tallet var svingningene i norsk økonomi i stor grad egengenererte. Den dype norske lavkonjunktoren som startet i 1989, var nærmest motsatt av den internasjonale sykelen, 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 konjunktoren opplevde en slags ”W” på begynnelsen av 1990-tallet, og en ”M” i figuren for arbeidsledighetsraten<sup>5</sup>, (se figur 4-5).

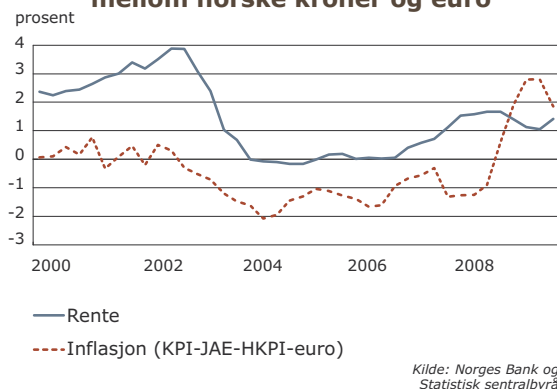
Etter at norsk økonomi hadde vært i oppgang siden begynnelsen på 1990-tallet, og nådde en konjunkturtopp i 1998, avtok veksten noe gjennom 1998. Uro i internasjonale kapitalmarkeder i forbindelse med den såkalte Asia-krisen,

<sup>5</sup> Grafen i figur 4 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 17 i neste avsnitt. Figur 4 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.

**Fig. 6. Norske renter**



**Fig. 7. Rente- og inflasjonsforskjell mellom norske kroner og euro**



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 så 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.

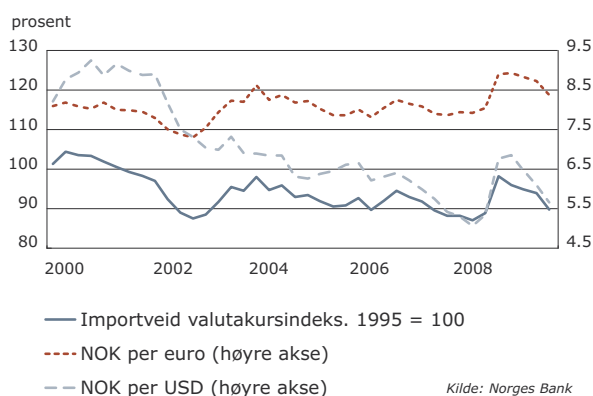
Som følge av den lange perioden med høy vekst i Norge, steg norske lønninger mye kraftigere enn hos våre handelspartnere. Våren 2002 satte derfor Norges Bank renta litt opp av frykt for økt inflasjon. I utlandet ble rentene derimot satt ned. Dermed appresierte krona kraftig og den kostnadsmessige konkurranseevnen ble sterkt svekket fra to sider, både fra utviklingen i kronkurs og lønninger. Når det internasjonalt samtidig var et markert konjunkturtilbakeslag da IT-boblen sprakk, fikk konkurranseutsatte virksomheter det vanskeligere, og eksporten falt i 2002 og 2003. Etter at oljeprisen hadde vært under 10 dollar per fat i kjølvannet av Asia-krisen, kom en markert stigning, og høsten 2000 var oljeprisen over 30 dollar. Til tross for dette falt oljeinvesteringene til og med 2002.

De negative impulsene både fra oljevirksomheten og pengepolitikken sammen med svakere utvikling i utlandet, svekket konkurranseutsatt virksomhet og førte til en norsk

konjunkturedgang. Sysselsettingen hadde nesten ikke økt på fire år og 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 reallønnsvekst, slik at husholdningenes inntekter utviklet seg bra, til tross for økte renter og konjunkturedgang. Da så rentene ble satt kraftig ned fra desember 2002, jfr. figur 6-7, var grunnlaget lagt for et omslag i norsk økonomi og konjunkturbunnen ble nådd tidlig i 2003. Finanspolitikken ble også lagt om i ekspansiv retning i 2003. Sammen med stimulansen fra rentenedsettelsene og økte petroleumsinvesteringer, bidro det til at lavkonjunkturen ble ganske moderat sammenliknet med situasjonen ti år tidligere, og mer på linje med lavkonjunkturen på begynnelsen av 1980-tallet.

Bankenes utlånsrenter kom 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, jfr. figur 8. Konkurranseutsatt virksomhet fikk bedret sin kostnadsmessige konkurranseevne betydelig og et konjunkturomslag internasjonalt bidro til ny fart i tradisjonell eksport.

**Fig. 8. Valutakurser**



Oljeinvesteringene økte kraftig allerede i 2003, en utvikling som siden bare har fortsatt og således bidratt til den kraftige veksten senere dette tiåret.

Aktivitetøkningen internasjonalt førte til økt etterspørsel etter råolje og andre industrielle råvarer Norge produserer mye av, og som dermed økte i pris. Sammen med lav importprisvekst førte dette til høy 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 Statens pensjonsfond utland som dermed økte kraftig på 2000-tallet. Stabiliseringshensyn medførte imidlertid at regjeringen begrenset impulsene fra finanspolitikken i forhold til handlingsregelens 4-prosentsbane fra og med 2006 til og med 2008, jfr. figur 3 og 9.

Fra 1. kvartal 2003 til 4. kvartal i 2007 økte sysselsettingen med om lag 250 000 personer, eller 11 prosent. Arbeidsledigheten var ikke veldig høy ved starten av oppgangsperioden. Nedgangen i arbeidsledigheten bidro derfor bare med om lag en femtedel av sysselsettingsveksten. Det ble stadig flere personer i aldersgrupper hvor yrkesaktiviteten er høy. I tillegg økte yrkesaktiviteten i noen grupper. Men den viktigste

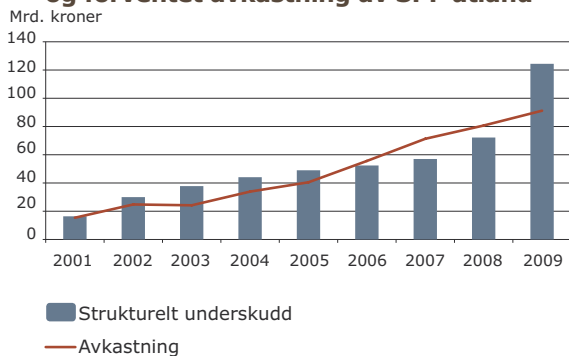
kilden til økningen i sysselsettingen var en markert innvandring i perioden. I stor grad dreier dette seg om arbeidsinnvandring fra nye EU-land etter utvidelsen av EU i 2004.

Fordi inflasjonen var lav, ble renta lenge holdt lav, jfr. figur 6. 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. 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-prosentsregelen slavisk, jfr. figur 9-12.

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 klart lavere enn underliggende vekst i økonomien. Fra 2. til 3. kvartal var det en liten nedgang i produksjonen, men utviklingen etter midten av september 2008 ble 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 BNP Fastlands-Norge falt med 1,5 prosent fra 2008 til 2009.

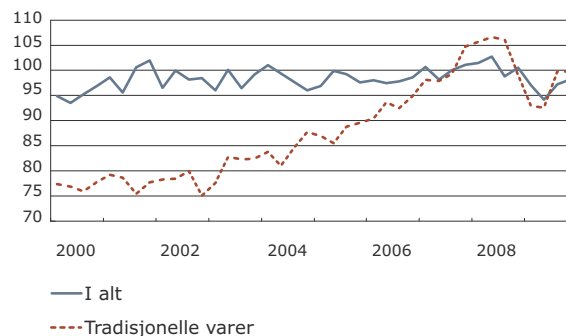
**Fig. 9. Strukturelt oljekorr. budsjettundersk. og forventet avkastning av SPF utland**



Kilde: Finansdepartementet

**Fig. 10. Eksport**

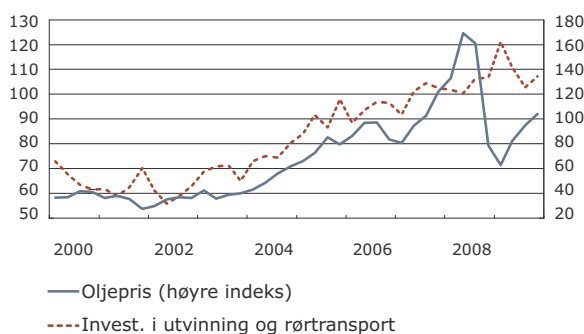
Sesongjusterte volumindekser, 2007 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Fig. 11. Petroleumsinvesteringer og oljepris**

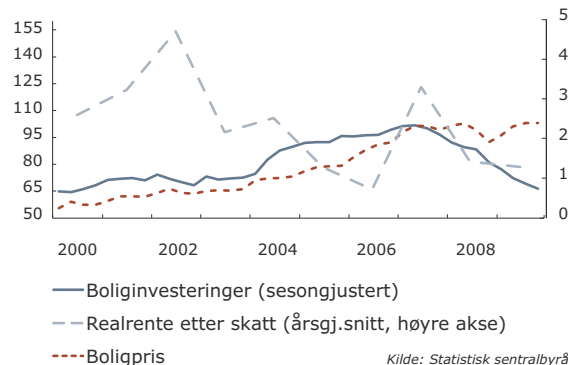
Sesongjustert volumindeks og prisindeks, 2007 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Fig. 12. Boligmarkedet**

Venstre akse indekser 2007 = 100, høyre akse prosent



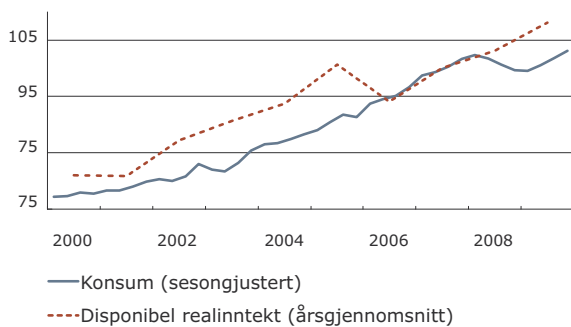
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Produksjonsfallet 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. Dette forsterket seg videre gjennom 2009 da finanspolitikken ble lagt om i to runder; gjennom januar-tiltakspakken og i Revidert Nasjonalbudsjett 2009 i mai.

Med fall i produksjon 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, jf. figur 16. Her skjedde en utfletning i veksten allerede rundt konjunkturtoppen i 4. kvartal 2007 og et klart fall fra september til oktober 2008. Først i 4. kvartal 2008 begynte sysselsettingen å falle og fallet fortsatte

**Fig. 13. Inntekt/konsum i husholdninger mv.**

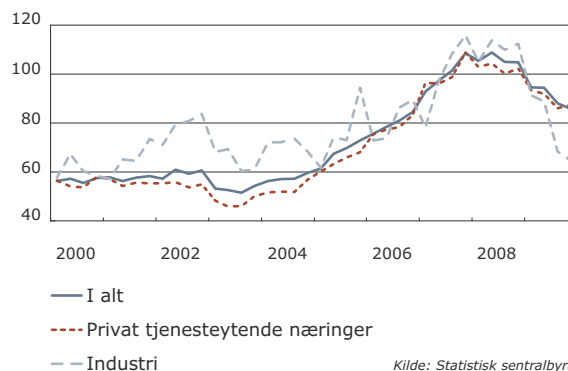
Volumindekser, 2007 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Fig. 14. Investeringer i Fastlandsnæringer**

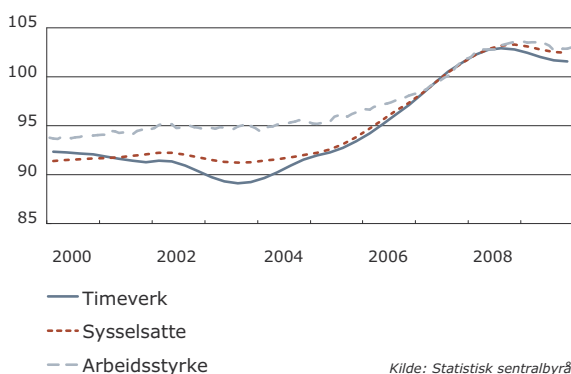
Sesongjusterte volumindekser, 2007 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Fig. 15. Arbeidsstyrke, sysselsetting, timeverk**

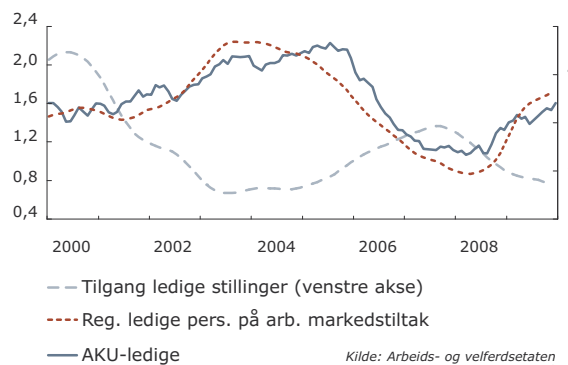
Sesongjusterte, glattede indekser, 2007 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Fig. 16. Arbeidsledige og tilgang ledige stillinger**

Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert og glattet



Kilde: Arbeids- og velferdsetaten og Statistisk sentralbyrå

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 nesten ikke høyere enn ved konjunkturtoppen i 1998.

Prisveksten i Norge tiltok gjennom 2007 og inn i 2008, jfr. figur 17. Ikke minst bidro vekst i energiprisene sterkt slik at konsumprisveksten målt ved KPI ble fordoblet gjennom året. Sammen med høy lønnsvekst førte det til økt prisvekst utenom energivarer. KPI-JAE viste således høyere vekst enn inflasjonsmålet i en periode etter 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.

En faktor som påvirket inflasjonen i Norge sammenliknet med i EU-landene, var den sterke kronesvekkelsen som var en direkte effekt av finanskrisen. 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. Til tross for dette – og i motsetning til hvordan pengepolitikken var under Asia-krisen i 1998 – satte nå Norges Bank ned styringsrenta. 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.

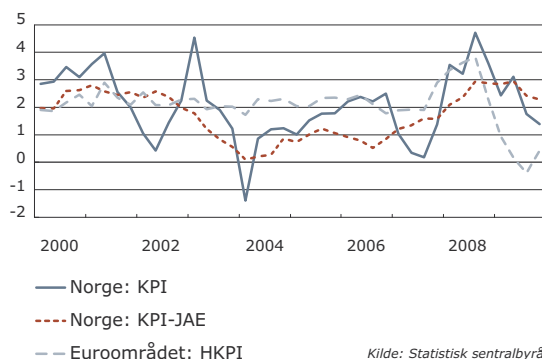
Tilbakeslaget i verdensøkonomien påvirker norsk økonomi gjennom mange kanaler. En kanal er markedsutviklingen for norsk eksport. Finanskrisen førte raskt til en nedgang i eksporten av tradisjonelle varer. Flere av våre tradisjonelle eksportnæringer ble sterkt berørte av krisen gjennom et prisfall på 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 jappe-tiden 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, se figur 2.

En annen kanal er via internasjonale finansmarkeder som påvirker valutakurser og kapitalstrømmer. Den umiddelbare følgen av finanskrisen som man så de første dagene etter konkursen i Lehman Brothers, var en voldsom økning i likviditetsetterspørselen 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, 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 også negativt på etterspørselen og det tok tid før rentenedsettelsene i slutten av 2008 og inn i 2009 fikk effekt.

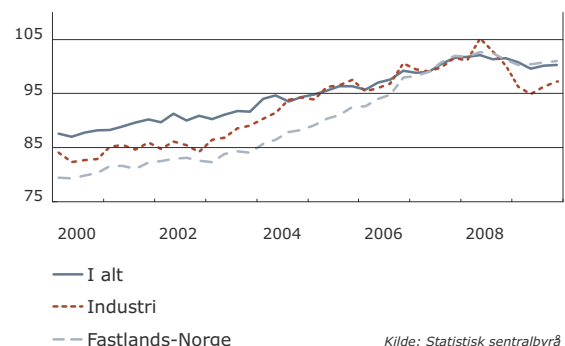
**Fig. 17. Konsumprisindeksen**

Prosentvis vekst fra samme kvartal året før



**Fig. 18. Bruttonasjonalprodukt**

Sesongjusterte volumindekser, 2007 = 100



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. At finansmarkedene i usikre tider ser ut til å oppfatte valutaen i små marginale land som spesielt risikable, førte til en 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. Med inflasjonsmål og ikke et valutakursmål skulle ikke pengepolitikken hindre dette. 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, jfr. figur 18.

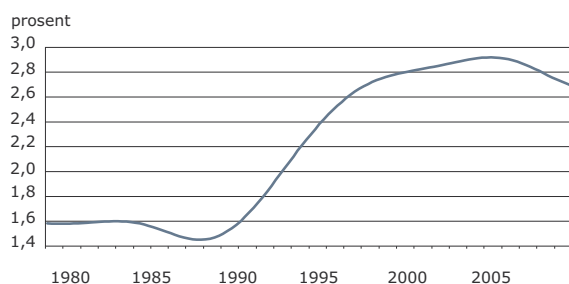
Vinteren 2010 er det økonomiske bildet fremdeles preget av den internasjonale finanskrisen. Norsk økonomi er riktignok mer robust enn i de fleste land og forhåpentligvis blir landingen relativt myk slik SSBs prognoser viser, se figur 4. Men nok en gang er vi blitt minnet om at konjunkturbevegelser ikke hører fortiden til, men synes å være en ganske systematisk egenskap ved markedsøkonomien.

### 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, jfr. figur 19. Veksten ser nå ut til å ha blitt moderert, noe som har sammenheng med finanskrisen. Det kan imidlertid også henge sammen med at faktorproduktivtetsveksten 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 konjunkturelle 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 veksten på er å dekomponere veksten i arbeidsproduktiviteten (produksjon per timeverk) i økt kapitalintensitet (endring i realkapital per timeverk) og vekst i

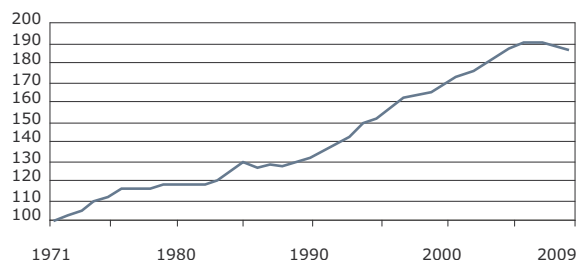
**Fig. 19. Trendvekst BNP Fastlands-Norge**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Fig. 20. Total faktorproduktivitet**

bedrifter Fastlands-Norge, 1971 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

<sup>6</sup> Vi viser til omtalen av beregningen av konjunkturavviket i tilknytning til figur 4 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.

<sup>7</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>8</sup> Slike analyser publiseres i forbindelse med Økonomisk utsyn hvert år, se Økonomiske analyser 1/2010 fra SSB hvor disse tallene er hentet fra.

total faktorproduktivitet (som beregnes som en residual). Analyser viser da at det er en sterk økning i faktorproduktiviteten som forklarer det meste av økningen i produktivitsveksten i Norge som fant sted fra 1980-tallet og fram til 2000-tallet, jfr. figur 20. 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.

Det siste kan for eksempel skje ved at arbeidskraften gjennomgående er bedre utdannet nå enn tidligere. Samfunnet belønner gjennomgående høyt utdannet arbeidskraft bedre enn lavt utdannet, og slik blir produksjonen høyere per time arbeidet. At arbeidskraften gjennomgående er blitt mer utdannet enn tidligere, er det ingen tvil om. Relativt til de fleste andre land har Norge økt sin utdanning mye de senere tiårene. Det kommer til uttrykk ved at andelen med høyere utdanning i yngre kohorter, er klart høyere enn for eldre kohorter. 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.

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" fordi vi har hatt en høy vekst i total faktorproduktivitet sammenliknet med andre OECD-land. 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 produktivitsvekst trass i noen strukturelle faktorer som tilsier at vi skulle ha hatt lav eller moderat vekst. Vi har pekt på bedre kvalitet på arbeidsstyr-

ken 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 produktivitsveksten.

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 21 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>9</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 petroleumsrenten, har Norge hatt et svært høyt inntektsnivå på 2000-tallet.

### 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 opp i de fleste land 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.

<sup>9</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 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.

Finanskrisen kan sies å ha hatt tre faser. Den første innebar økt finansiell uro, økte risikopremier og noen finansinstitusjoner som ble enten nasjonalisert eller overtatt av andre finansinstitusjoner.<sup>10</sup> Den andre fasen 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.

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 situasjon, 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.

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. Den andre gruppen av faktorer er utilstrekkelig 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.

"Noen år med ekspansiv pengepolitikk var ikke alene nok til å skape krisen"

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. Giringen i mange selskaper og enkeltaktører kan på denne måten bli høy. Økt 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 når kostnadene i form av renter er lave.

Myndighetene 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 innstramming med det siktemål å få bukt med 1970-tallets høye inflasjon. Det klarte man da også i løpet av 1980-tallet godt hjulpet av positive tilbuds-sidesjokk fra OPEC som økte sin oljeproduksjon kraftig slik at oljeprisene ble halvert fra 1985 til 1986. Hele 1980-tallet

<sup>10</sup> Northern Rock i UK 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.

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, jfr. figur 22.

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 å påpeke en annen og sammenfallende trend de siste 25 årene; økende utenriksøkonomiske ubalanser mellom land, jfr. figur 23. USA har gjennomgående hatt store underskudd på sin driftsbalanse overfor utlandet siden

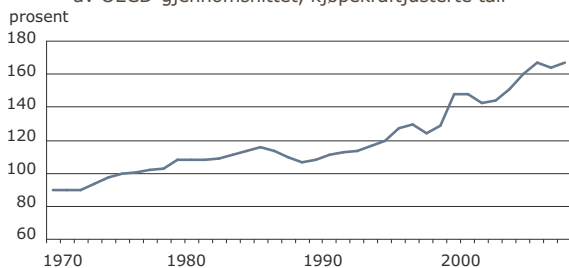
tidlig på 1980-tallet. Også Japan har hatt store overskudd. Det nye de siste årene er at Kina sammen med Tyskland har overtatt som de store overskuddslandene. Det å ha overskudd i utenriksøkonomien er nettopp et uttrykk for at landet har en ubalanse mellom ønsket sparing og ønsket realinvestering. Landet eksporterer kapital til resten av verden.

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? Japan og Tyskland er 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. Dersom de

**Fig. 21. BNP per capita i Norge**

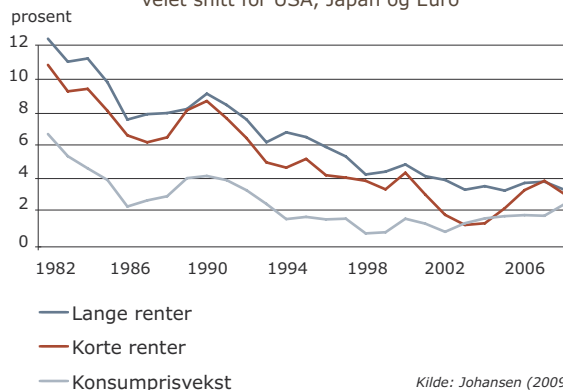
av OECD-gjennomsnittet, kjøpekraftjusterte tall



Kilde: OECD National Accounts 2008

**Fig. 22. Renter og inflasjon**

veiet snitt for USA, Japan og Euro



Kilde: Johansen (2009)

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 vil høyere kapitaleksport presse rentene ned også i andre land. Dette vil virke tilbake på sparingen særlig i 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 for arbeidsledighet, sykdom og pensjon i takt med veksten i inntektene, ønsker husholdningene å spare mye. Kina fører dessuten i hovedsak en fastkurspolitikk mot dollar noe som sikrer landets sterke konkurransevne og overskuddet 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 finanskrisen og dens real-

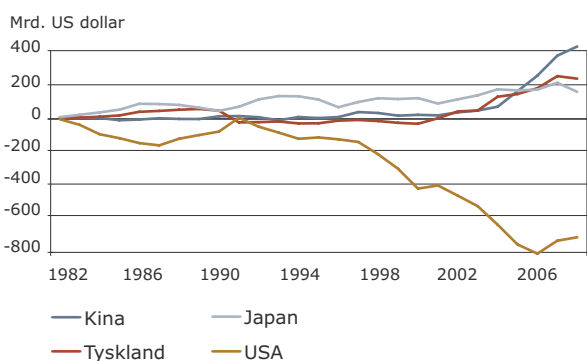
økonomiske motstykke. Det er vanskelig å tenke seg at vi vil få en tilbakevending til en slik praksis igjen i samme skala framover fordi det er grenser for hvor mye gjeld husholdningene ønsker å sitte med og noen er villige til låne ut. Foreløpig er problemet flyttet over på myndighetene, i form av store 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.

I noen tiår har den dominerende 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 politikkutfallet 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 konkurransevne.

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. 2009 ble et år preget av resesjon og dramatisk økning i arbeidsledigheten i Europa som nå har nådd 10 prosent av arbeidsstyrken. Nylig publiserte

**Fig. 23. Driftsbalansen overfor utlandet**



Kilde: Johansen (2009)

anslag for BNP-utviklingen i 2009 viser et fall på om lag 4 prosent i BNP for både EU og euroområdet i 2009.

Mange EU-land sliter med økt statsgjeld og innfrir ikke Maastricht-kravet om maksimal gjeldsgrad på 60 prosent av BNP. Gjeldsgraden er økende, og forventes først å stabilisere seg i 2011. Finanskrisen førte til økte budsjettunderskudd. 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. I mange land er altså finanskrisen som startet med en krise i privat finansvesen, gjennom redningsaksjoner blitt en statsgjeldskrise.

### 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 finanskrise og en kraftig konjunkturedgang i verdensøkonomien.

Det rammer Norge som en liten åpen økonomi.

“Regler i politikken er nyttige hjelpemidler, men virkeligheten er mer kompleks”

Norge har fått nye politikregler 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.

Konjunkturutslagene i Norge har omtrent vært like store denne gangen som de vi hadde før de nye retningslinjene i politikken ble innført, selv om vi også må ta høyde for at sjokket denne gangen har vært uvanlig stort. 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 en viktig rolle å spille i makroøkonomien, særlig hvis de evner å lære av krisen.

### Referanser

- Bjørnstad, R., Å. Cappelen og R. Nymoen (2009): Inflasjon og prognoser, Samfunnsøkonomen 2009/1.
- Cappelen, Å., P.R. Johansen, K. Moum og I. S. Wold (2000): "New Economy" eller fortsatte konjunktursvingninger? Folketrygdfondets årsrapport 1999.
- Cappelen, Å. (2001): Ny økonomi – An American dream comes true?, i B.S. Tranøy og Ø. Østerud (red.) Mot et globalisert Norge? Universitetsforslaget, Oslo.
- Eika, T. (2009): Nasjonalbudsjett på sporet? Samfunnsøkonomen 2009/8.
- 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 Extremes. 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.

[www.ftf.no](http://www.ftf.no)



Idé, design og produksjon · [www.sigatur.no](http://www.sigatur.no)

sigatur.no  · 2013/14

## Folketrygdfondet

Haakon VIIIs gate 2  
Pb.1845 Vika, 0123 Oslo  
Tlf: 23 11 72 00  
Faks: 23 11 72 10  
e-post: [folketrygdfondet@ftf.no](mailto:folketrygdfondet@ftf.no)