

Standard forside



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
INSTITUTT FOR ØKONOMI OG LEDELSE
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Økonomisk-administrative fag

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERING/FAGOMRÅDE:
Anvendt finans og økonomisk analyse

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? NEI
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Finanskrisen – Virkning og respons i norsk økonomi

ENGELSK TITTEL:

Financial crisis – Impact and response in the Norwegian economy

FORFATTER(E)

VEILEDER:

Studentnummer:

Navn:

Klaus Mohn

201750

Jonas Thorenfeldt Horneland

204101

Phong August Pham

OPPGAVEN ER MOTTATT I TRE – 3 – INNBUNDNE EKSEMPLARER + cd

Stavanger, 14/06 2010 Underskrift administrasjon:.....

Forord

Denne utredningen er skrevet som en del av masterstudie ved Universitet i Stavanger.

Forfatterne har gjennom studiene særlig fattet interesse for makroøkonomiske problemstillinger. Samtidig har de siste årenes økonomiske uro gjort det både naturlig og høyst aktuelt å se nærmere på utslag i økonomien og politisk respons på dette.

Norges tilsynelatende særstilling gjennom uroen vekket interesse til å ta for seg den norske økonomien. I så måte var det tidlig klart hva oppgaven skulle omhandle. Vi har valgt å legge spesielt vekt på utslagene i kredittmarkedet, petroleumssektoren og realøkonomien. Samt å se nærmere på de langsiktige konsekvensene for trendveksten i produksjonen og reguleringer av det finansielle markedet. Videre drøfter vi den økonomisk politiske responsen samt virkninger av den.

Finanskrisens omfang har gjort at vi måtte utelate tematikk vi gjerne skulle gått dypere inn i. Arbeidet med oppgaven har på alle måter forsterket interesse og motivasjon for videre arbeid innenfor tema.

Vi vil gjerne benytte anledningen til å takke vår veileder Klaus Mohn for presise, konstruktive og motiverende tilbakemeldinger. Samtidig takker vi familie og venner for god og ubetinget støtte.

Synspunktene som fremkommer i utredningen er helt og holdent forfatterens egne. Vi står dermed selv til ansvar for eventuelle feil begått underveis.

Jonas Thorenfeldt Horneland

Phong August Pham

Stavanger 14.06.2010

Sammendrag

Årsaken til finanskrisen er naturligvis kompleks. Det virker der i mot klart at uroen i kredittmarkedet og den internasjonale resesjonen stammer fra en periode med høy aktivitet, lavt rentenivå, sterk vekst i formuespriser og kreditt kombinert med et finansielt marked som viste seg å være for lite regulert.

Dette bygde opp en økonomisk tilstand som ikke var bærekraftig over tid. Da den amerikanske sentralbanken (FED) satte opp rentenivået samtidig som boligprisene falt markert var, markedet for subprime-lån svært utsatt. Den internasjonale spredningen av verdipapir, med det amerikanske boligmarkedet som sikringsobjekt, var omfattende. En internasjonal kredittkrise var dermed umulig å unngå. Dette gjorde utslag i pengemarkedsrenten og reduserte den internasjonale flyten av likviditet markert.

Norske banker var relativt robuste i forkant av krisen. Både egenkapitalen og innskuddsdekningen var god. Likevel er norske banker avhengig av kortsiktig finansiering fra det internasjonale pengemarkedet. Dette førte til at også norske banker ble rammet av en likviditetskrise bare uker etter at Lehman Brothers gikk konkurs. Det politiske implementerte tiltak for å bedre bankens tilgang på likviditet. Tiltakene skulle vise seg av fungere etter sin hensikt. Norske banker ble ikke rammet av en soliditetskrise gjennom uroen.

Dette medførte også en global resesjon som enda preger den økonomiske situasjonen internasjonalt. Særlig i Europa er situasjonen fortsatt ustabil og fremtidige utsikter er usikre.

Det virker likevel som om Norge har klart seg relativt godt gjennom urolighetene. Det har naturligvis vært utslag både i kredittmarkedet og realøkonomien også hos oss. Spesielt var utslaget i konkurranseutsatt sektor i fastlands-Norge markert. Utslagene i produksjon og sysselsetting har relativt sett vært moderate. Samtidig snudde fallet i oljeprisen raskt og sørget for at aktiviteten i petroleumsvirksomheten var høy gjennom perioden.

At Norge har vært i utakt med den internasjonale utviklingen har antagelig gjort det krevende å sette en optimal rente både med hensyn til valutakurs, konkurranseutsatt sektor og trenden i formuespriser og kredittvekst. Det kan i den sammenhenge virke som om disse faktorene har veid relativt tungt i Norges Bank reaksjonsmønster.

En sammenligning av Norge mot andre medlemsland av organisation for economic co-operation and development (OECD) viser at pengepolitikken har vært relativt synkronisert. Norge har dog gjennom hele perioden holdt et relativt høyere rentenivå enn land det er naturlig å sammenligne oss med. Vi argumenterer for at Norges Bank kunne vært mer ekspansive i sin rentesetting, hvis teorien vi etablerer var lagt til grunn for politisk utforming.

Petroleumsvirksomheten og statens petroleumsfond utland (SPU) gjør at Norge er i en særstilling hva angår finanspolitisk spillerom. Regjeringen gjennomførte svært ekspansive budsjetter både for 2009 og 2010 uten at dette førte til underskudd på balansen. Dette medførte en overskridelse av handlingsreglen i historisk skala.

Dette reiser naturligvis flere spørsmål. Sentralt står hensynet til reversering av finanspolitiske tiltak. Dette er krevende fordi det politiske står ovenfor et inkonsistensproblem, slik at politikken kan tenkes å styres etter valgsyklene. Dette er likevel viktig både med hensyn til fremtidige utgifter i offentlig sektor og en stabil utvikling i valutakursen og dermed konkurranseutsatt sektor. En for ekspansiv finanspolitikk kan føre til såkalt "Dutch disease" noe norsk økonomi har vist tendenser til. Dette innebærer en realappresiering der både kronekursen appresierer og inflasjonen tiltar.

Implementeringen av finanspolitiske tiltak har vist seg å fungere. Tiltakene har stimulert til høyere aggregert etterspørsel og relativt lavere arbeidsledighet. Vi vil likevel argumentere for at deler av tiltakene medfører vekst av midlertidig karakter kontra en langsiktig samfunnsøkonomisk optimal investeringsstrategi.

I denne sammenheng har vi også sett nærmere på samspillet mellom finans- og pengepolitikken. Mekanismene her tilsier at den ekspansive finanspolitikken har satt restriksjoner på pengepolitikken. Vi argumenterer for at en mer ekspansiv pengepolitikk kombinert med en mer restriktiv finanspolitikk ville vært fornuftig både med hensyn til økonomisk utvikling på kort og mellomlang sikt, men også med hensyn til langsiktige utgifter over statsbudsjettet.

Videre blir det et spørsmål om de siste årenes finanskriser har endret det langsiktige nivået på trendveksten i økonomien internasjonalt. Hvis det er tilfelle har det implikasjoner både for fremtidig rentesetting og konkurranseutsatt sektor også i Norsk økonomi.

Til slutt har vi tatt for oss lærdommer fra de siste årenes erfaringer.

Innhold

1. Innledning.....	7
2. Teori	9
2.1 Generell konjunkturteori.....	9
2.2 Pengepolitikk	12
2.3 Tapsfunksjon	17
2.4 Regel for optimal pengepolitikk	19
2.5 Pengepolitikk i praksis.....	22
2.6 Finanspolitikk	24
3. Finanskrisen	30
3.1 Underliggende årsaker	30
3.2 Utløsende faktorer	35
3.3 Kapitalmarkedets respons.....	36
3.4 Oljeprisen.....	37
3.5 Realøkonomiske konsekvenser.....	39
3.6 Politisk respons.....	42
3.7 Restrukturering og reregulering.....	45
4. Norge og finanskrisen	47
4.1 Historisk tilbakeblikk	47
4.2 Petroleumsvirksomheten	50
4.3 Kredittmarkedet	51
4.4 Utslag i realøkonomiske variable	52
4.5 Arbeidsmarkedet og lønnsdannelsen	59
4.6 Inflasjonsutsikter	61
4.7 Valutamarkedet.....	62
5. Drøfting og internasjonal sammenlikning.....	64
5.1 Pengepolitikk	64
5.2 Optimal pengepolitikk?	70
5.3 Internasjonal sammenlikning av pengepolitikken	72
5.4 Kredittmarkedet	73
5.5 Aktiviteten i petroleumsvirksomheten.....	75
5.6 Finanspolitikk	77
5.7 Samspillet mellom pengepolitikken og finanspolitikken	82

5.8 Internasjonal sammenligning av finanspolitikken	83
5.9 Liten åpen økonomi	85
5.10 Langsiktig utvikling.....	86
6. Oppsummering og lærdom.....	90
6.1 Reguleringer av kredittmarkedet	90
6.2 Pengepolitikk	92
6.3 Finanspolitikk	95

Figurer

Figur 1: Konjunkturfaser	11
Figur 2: Avvik mellom styringsrenten og Taylor-reglen	31
Figur 3: Globale ubalanser	32
Figur 4: Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventninger om styringsrenten i markedet. Prosentenheter.....	34
Figur 5: Oljepris (Brent Blend) i USD per fat. 1. januar 2002 – 18. mars 2010.....	38
Figur 6: Årlig prosentvis vekst i BNP	40
Figur 7: Internasjonale styringsrenter, tall i prosent	43
Figur 8: Petroleumsvirksomhetens omfang i norsk økonomi	50
Figur 9: Produksjonsgapet i fastlands-Norge	53
Figur 10: Husholdningenes disponible realinntekt og konsum. Vekst fra året før. Prosent	55
Figur 11: Faktisk inflasjon og anslag for fremtidig inflasjon.....	62
Figur 12: Valutakurser	63
Figur 13: Rentebane med høyere vekst i etterspørselen.....	68
Figur 14: Utvikling i KPIXE og produksjonsgapet.....	71
Figur 15: Internasjonal sammenlikning av styringsrenten	72
Figur 16: Norges Bank anslag for strukturert oljekorrigert underskudd.....	77
Figur 17: Dekobling mellom utgifter til folketrygden og forventet realavkastning fra SPU...	80
Figur 18: Prosentvis effekt av finanspolitikk på driftsbalansen i årene 2008 – 2010	84
Figur 19: Effekten av finanskrisen på potensiell produksjon.....	88

Tabeller

Tabell 1: Norsk bank og Northern Rock -sammenlikning av balansestruktur pr. 30.06.2007. 75	
Tabell 2: Historisk årlig gjennomsnitt, renter og inflasjonsmål i prosent.....	93

1. Innledning

Vi vil i denne utredningen drøfte utslag av den globale økonomiske resesjonen på norsk økonomi på kort, mellomlang og lang sikt. Videre vil vi drøfte og analysere den økonomisk politiske responsen og virkninger av dette.

Vi vil kort ta for oss årsakene til, virkningen av og langsiktige konsekvenser av finanskrisen for å danne et fundament for videre analyse. Vi vil gjennom utredningen sammenligne Norge med omverdenen. I første rekke vil dette dreie seg om USA og andre OECD land.

Motivasjonen for dette er den tilsynelatende særstillingen norsk økonomi har hatt gjennom den internasjonale resesjonen. Utslagene i kredittmarkedet samt produksjon og sysselsetting virker moderate, internasjonalt sett. Det er dermed høyst aktuelt å se nærmere på hvordan krisen slo ut i norsk økonomi og drøfte Norges økonomisk politiske håndtering av uroen. Vi vil i så måte drøfte utslag og økonomisk politisk respons i norsk økonomi fra og med september 2008 til og med desember 2009.

Når det gjelder virkninger vil vi i første rekke ta for oss kapitalmarkedet, petroleumsvirksomheten og utslaget i de realøkonomiske variablene. Med de realøkonomiske variablene mener vi de variabler som påvirker Norges BNP på aggregert form. Vi vil også drøfte eventuelle langsiktige konsekvenser av finanskrisen. Vi vil da i første rekke se på konsekvenser for langsiktig trendvekst i produksjon og reguleringer av det økonomiske rammeverket. Med dette mener vi å dekke de viktigste faktorene i norsk økonomi. Dette vil også danne et godt grunnlag for å greie ut, samt drøfte, den økonomisk politiske responsen. I så måte vil vi ta for oss pengepolitikken, finanspolitikken samt samspillet mellom dem.

Grunnlaget for det økonomisk politiske rammeverket blir etablert i kapittel 2. Her vil vi ta for oss teorien vi senere skal legge til grunn for drøfting og analyse av den økonomiske responsen. For pengepolitikken vil vi legge Norges Bank fleksible inflasjonsstyring til grunn. Dette innebærer at Norges Bank skal styre etter en inflasjon på 2,5 prosent på mellomlang sikt, at inflasjonsstyringen er fleksibel impliserer at Norges Bank skal veie stabil inflasjon opp mot utviklingen i produksjon og etterspørsel. For analysen av pengepolitikken vil vi bruke en modell etablert av Røisland og Sveen (2005).

Når det gjelder finanspolitikk står Norge i en unik posisjon grunnet petroleumsvirksomheten og staten petroleumsfond utland. Innfasingen av oljeinntektene over statsbudsjettet, samt den

finanspolitiske påvirkingskraften på aggregert etterspørsel vil dermed stå sentralt for denne delen av oppgaven.

Det står sentralt for den økonomisk politiske responsen at finanspolitikken og pengepolitikken jobber mot et felles mål. I første rekke fordi en ekspansiv finanspolitikk kan tenkes å inflatere økonomien, samt være lite gunstig for konkurranseutsatt sektor. Vi vil av den grunn se nærmere på hvordan samspillet har vært under de siste årenes finanskrise.

Kapittel 3 vil kort ta for seg årsaker til, virkningen av og responsen på krisen internasjonalt. Vi vil i hovedsak vinkle dette fra det amerikanske markedet, men vil også se på andre OECD land. Når det gjelder årsakene vil vi ta for oss pengepolitikken i årene før krisen, globale ubalanser, samt se på reguleringen av det finansielle markedet. Videre vil vi se på de utløsende faktorene. Her vil vi se på kollapsen i de amerikanske subprime-lånene og hvordan Lehman Brothers konkurs slo ut i en internasjonal kredittkrise. Videre vil vi se på hvordan dette slo ut i en realøkonomisk, internasjonal, resesjon og økonomisk politisk respons på dette.

Kapittel 4 vil ta for seg Norge spesielt. Vi vil starte denne delen med et kort historisk tilbakeblikk før vi retter fokuset mot utviklingen i petroleumsvirksomheten, kredittmarkedet og de realøkonomiske konsekvensene på norsk økonomi. Avslutningsvis vil vi ta for oss utviklingen i lønnsdannelsen, inflasjonen samt valutakursen.

I kapittel 5 vil vi drøfte og analysere den økonomisk politiske responsen. Vi vil ta for oss Norges Banks vurderinger og rentesetting fra Lehman Brothers gikk konkurs høsten 2008, frem til rentemøtet i desember 2009. Videre vil vi vurdere dette opp mot modellen vi etablerte i kapittel 2 og sammenligne med andre OECD land.

Videre vil vi drøfte responsen i norsk banknæring og tiltak rettet inn mot dette markedet. Før vi retter fokus mot den finanspolitiske responsen og samspillet mellom den og pengepolitikken. Videre vil vi sammenligne utslaget og responsen i kredittmarkedet og finanspolitikken med andre OECD land. Avslutningsvis vil vi ta for oss mulige langsiktige konsekvenser av krisen.

Del 6 vil ta for seg lærdommer fra krisen samt oppsummere oppgaven. Vi vil ta for oss mulige lærdommer for kredittmarkedet, pengepolitikken og finanspolitikken.

2. Teori

I denne delen skal vi redegjøre for teorier rundt noen av de mest fremtredene økonomiske skoleretningene. Videre skal vi se dem i sammenheng med implikasjonene de har for den økonomiske politikken og utviklingen i den langsiktige vekstraten i økonomien. Vi skal ta for oss teorier for den økonomiske politikken og hvordan den er fundamentert i henholdsvis pengepolitikken og finanspolitikken. Dette vil legge grunnlag for senere drøfting og analyse av finanskrisens påvirkning på økonomien og responsen i den økonomiske politikken.

Men først vil det være nyttig å avklare og forklare den generelle teorien rundt konjunkturer. Vi vil derfor begynne med nettopp dette.

2.1 Generell konjunkturteori

Konjunktursvingninger defineres gjerne som det prosentvise avviket mellom faktisk samlet produksjon og potensiell produksjon (trendverdi for produksjon) i en økonomi. Dette avviket definerer produksjonsgapet (Sørensen & Whitta-Jacobsen, 2005). Formelt kan produksjonsgapet uttrykkes som¹:

$$(2.1) \quad (Y_f - Y_t)$$

Der Y_f er faktisk produksjon og Y_t er potensiell produksjon.

Et positivt produksjonsgap impliserer at økonomien produserer mer enn trenden og er dermed inne i en oppgangskonjunktur. I tilfelle er ($Y_f > Y_t$), slik at faktisk aggregert produksjon legger press på kapasiteten i økonomien. Et negativt produksjonsgap impliserer at økonomien produserer mindre enn potensielt. Dette ser vi når ($Y_f < Y_t$), altså når faktisk produksjon er lavere enn trendveksten skulle tilsi. Det vil derfor være et naturlig mål for enhver økonomi og stabilisere aggregert produksjon rundt potensielt nivå på produksjon over tid.

For å kunne gjøre vurderinger om hvor man befinner seg i en konjunktursvingning dekomponeres samlet produksjon i en trendkomponent og en sykelkomponent. Formelt kan dette uttrykkes som:

¹ y_f er logartimen til faktisk produksjon Y_f og y_t er logartimen til potensiell produksjon Y_t . Siden differansen mellom to logaritmiske variable er en tilnærming til det prosentvise avviket mellom variablene blir produksjonsgapet altså en tilnærming til det prosentvise avviket:

$$(y_f - y_t) \approx \frac{(Y_f - Y_t)}{(Y_t)}$$

$$(2.2) \quad Y_t = T_t + C_t$$

Y_t er samlet produksjon, T_t er trendkomponenten og C_t er en sykelkomponenten. t definerer tidspunkt t .

Trendkomponenten fanger opp den langsiktige vekstraten i økonomien, og definerer dermed nivået på potensiell produksjon på tidspunkt t . Denne trenden bestemmes fra tilbudssiden i økonomien gjennom en produktfunksjon, og dermed kapasiteten, til en økonomi (Balke, 1991). Formelt kan produktfunksjonen uttrykkes som:

$$(2.3) \quad Y = AL^\alpha K^\beta, \quad \text{der } \delta L > 0, \delta K > 0 \text{ og } \delta A > 0$$

Her er produktfunksjonen uttrykt som en Cobb-Douglas funksjon der A er faktorproduktivitet, L er arbeidskraft og K er realkapital.

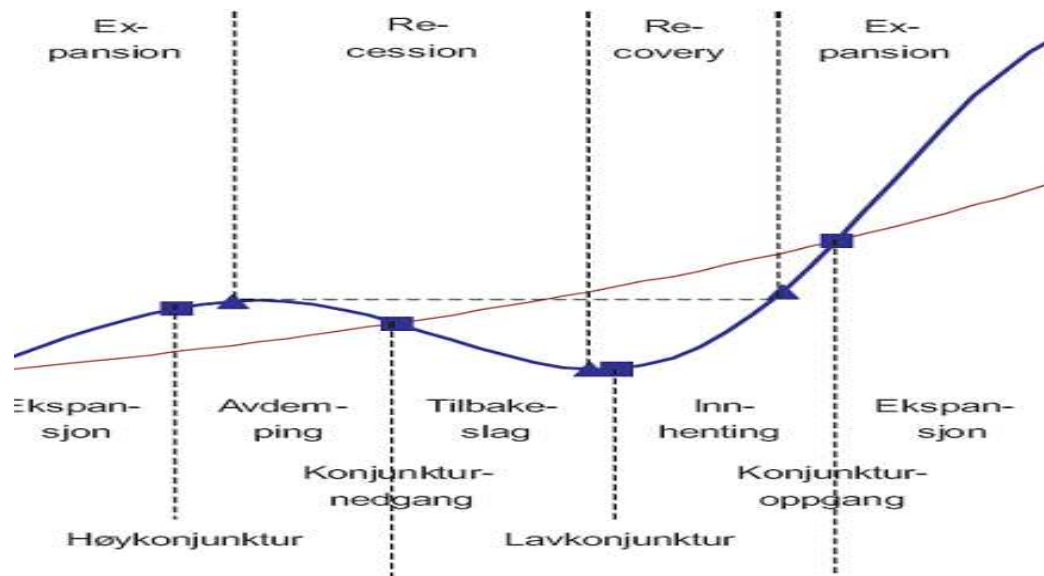
α og β uttrykker elastisiteten og viser dermed den prosentvise økningen i Y som følge av en økning i A eller K på 1 prosent. Det er antatt en positiv, men avtagende, sammenheng mellom produksjon og økt tilgang på innsatsfaktorene. I tillegg vil økt produktivitet øke produksjonen. Dette bestemmer veksten i økonomien og dermed potensiell produksjon på lang sikt.

Sykelkomponenten fanger opp midlertidige fluktuasjoner fra den langsiktige trenden.

Sykelkomponenten viser altså fluktuasjoner i faktisk produksjon rundt trenden på et gitt tidspunkt. Den faktiske produksjonen bestemmes fra etterspørselssiden i økonomien gjennom privat og offentlig etterspørsel etter konsum og investering (Balke, 1991).

Vi kan dermed fremstille konjunktursvingninger i en figur. Her defineres en ekspansjonsfase og resesjonsfase når det har vært avvik mellom faktisk og potensiell produksjon over minst to kvartaler. Når dette avviket har vart i minst fem kvartaler defineres fasen som en høy- eller lavkonjunktur. (Sørensen et al., 2005)

Figur 1: Konjunkturfaser



Kilde: SSB (2005).

2.1.1 Keynesiansk teori

Fram til 1970 var Keynesiansk teori dominerende for makroøkonomien.

Konjunktur-stabiliserende økonomisk politikk hadde fokus på etterspørselssiden av økonomien. Sentralt i den tradisjonelle keynesianske teorien ligger antagelsen om at det er ledig kapasitet i økonomien. Teorien antar dermed ledig produksjonskapasitet og arbeidsledighet. Dette impliserer at den kortsiktige tilbudskurven er flat siden endringer i etterspørselen ikke vil legge press på økonomiens kapasitet. En viktig implikasjon av dette er at prisnivået antas å være konstant slik at man kan stabilisere sjokk uten at dette legger press på inflasjonen (Persson, 1989). Økonomiske sjokk kommer dermed fra skift i sykelkomponenten og endrer ikke veksten eller nivået på trendkomponenten. På denne tiden hadde man derfor stor tro på at sjokk kunne stabiliseres gjennom aktiv finans- og pengepolitikk slik at sjokk ble nøytralisert og faktisk produksjon ville komme tilbake til den konstante trendveksten gjennom aktiv økonomisk politikk.

Dette impliserer videre at markedet ikke har forventninger om framtidig inflasjon og at den nominelle lønnen forblir konstant over tid (Persson, 1989). En slik tankegang gjenspeiler altså et syn om at trenden i produksjonen er konstant over tid.

2.1.2 Ny- keynesiansk teori

På 1970- tallet opplevde den internasjonale økonomien tendenser til stagflasjon. Det første oljeprissjokket i 1973 førte til en kombinasjon av økt arbeidsledighet, økt inflasjon og lav

vekstrate i produksjon. Makroøkonomer begynte dermed å legge vekt på tilbudssiden i økonomien (Carlin & Soskice, 1990).

Det politiske stod ovenfor en ny utfordring der det syntes å være en sammenheng mellom etterspørselsstabiliserende tiltak og nivået på inflasjonen. Regulering av aggregert etterspørsel endret ikke bare aktivitetsnivået, men også prisveksten. Dermed ble det antatt en stigende tilbudskurve selv på kort sikt. Den ny- keynesianske teorien har i moderne tid satt presedens for pengepolitikken.

En viktig antagelse for den ny- keynesianske teorien er antagelsen om rasjonelle forventninger. Dette impliserer at det ikke er systematiske feil i aktørenes prognoser om fremtidige priser og lønninger. Eventuelle forskjeller mellom markedsaktørenes forventninger og det faktiske utfallet har kun grunnlag i en tilfeldig feil. Videre har alle aktørene kjennskap til den strukturelle makroøkonomiske likningen for økonomien (i hvert fall antas de å handle som om de viste den). Dette, sammen med antagelsen om rasjonelle forventninger, impliserer at markedet alltid vil være klarert på et langsiktig naturlig nivå for arbeidsledighet. Et hvert forsøk fra det politiske til å endre den langsiktige naturlige raten på arbeidsledighet vil kun slå ut i økte priser og lønninger på sikt. Dermed vil økonomien fortsatt være på den langsiktige likevektsraten for arbeidsledighet, men med et relativt høyere prisnivå.

På kort og mellom lang sikt, antar den ny- keynesianske teorien at nominelle priser og lønninger er stive. Dette innebærer at de nominelle prisene og lønningene ikke endrer seg på kort sikt som følge av makroøkonomiske endringer. Likevel kan sentralbanken påvirke makroøkonomiske variable på kort sikt siden endringer i de nominelle rentene antas å slå ut i endret realrente. I den ny- keynesianske teorien antas det også en sterk og nokså direkte sammenheng mellom nivået på rentene og faktisk inflasjon (Bårdsen & Nymoen, 2002). Dermed legger også dette rammeverket grunnlag for stabiliseringspolitikk gjennom aktiv bruk av pengepolitiske virkemidler.

2.2 Pengepolitikk

I denne delen ønsker vi å forklare pengepolitikk og fleksibel inflasjonsstyring ved bruk av en økonomisk modell lagt frem av Røisland og Sveen (2005). Modellen bygges opp gjennom en

etterspørselsside representert gjennom en IS-kurve, en tilbudsside representert med en Phillips-kurve og en tapsfunksjon som sentralbanken ønsker å minimere gjennom pengepolitikken.

2.2.1 Transmisjonsmekanismer

Pengepolitikken påvirker økonomien gjennom flere kanaler. Et samlebegrep for kanalene er transmisjonsmekanismene for pengepolitikken. I det følgende skal vi se nærmere på transmisjonsmekanismene i en liten åpen økonomi som Norge.

Når sentralbanken endrer sin styringsrente antas det at den nominelle renten endres direkte. Siden det antas at prisene er relativt rigide på kort sikt vil en endring i den nominelle renten slå direkte ut i endret realrente. En renteøkning fører til en høyere realrente, mens et lavere nivå på de nominelle rentene medfører en lavere realrente. I tillegg vil en endring av det nominelle rentenivået påvirke valutakursen. En økning i rentenivået vil medføre en appresiering, mens en rentenedsettelse vil medføre depresiering av den norske kronen.

Dette vil påvirke faktisk inflasjon og aggregert etterspørsel gjennom flere kanaler. Vi skal ta for oss etterspørselskanalen, valutakanalen og forventningskanalen i det følgende.

2.2.1.1 Etterspørselskanalen

Økt realrente fører til redusert aggregert etterspørsel. Reduksjonen i etterspørselen trekker i retning av lavere produksjon og sysselsetting. De økte realrentene påvirker både husholdningenes og bedrifters konsum og investeringslyst. De økte realrentene fører til at bedrifter og investorer øker sine avkastningskrav noe som trekker i retning av lavere investeringer. I tillegg reduseres bedrifters inntjening, noe som tenderer til å redusere investeringslysten ytterligere. Økt realrente demper også privat konsum ved å gjøre det dyrere å låne kreditt. I tillegg vil husholdninger med gjeld ha relativt lavere disponibelinntekt til konsum etter betjening av gjeld. Reduksjonen i produksjonen og sysselsettingen tenderer til å redusere presset på lønnsnivået. Sammen med lavere marginer for bedriftene, tenderer dette til å trekke prisveksten ned.

2.2.1.2 Valutakanalen

I en liten åpen økonomi som Norge antas det at de utenlandske realrentene er konstante og eksogent gitt. Når sentralbanken øker sitt rentenivå øker dermed Norges realrentedifferansen mot utlandet, gitt konstant utenlandske renter. Dette vil føre til at færre låner og flere plasserer i norske kroner. I de fleste tilfeller medfører dette en appresiering av valutaen. Som en konsekvens av appresieringen reduseres prisen på importerte varer til Norge. Dette medfører redusert importert inflasjon. Dette kalles gjerne den direkte valutakurskanalen til inflasjon. Siden hjemmeproduerte varer blir relativt dyrere, som følge av appresieringen, får man også en indirekte reduksjon i inflasjonen på grunn av svekket konkurranseevne og tap av aktivitet i importkonkurrerende næringer. Dette fører også til at etterspørselen etter hjemmeproduerte varer reduseres. De hjemmeproduerte varene har altså blitt relativt dyrere enn importerte varer fra utlandet.

2.2.1.3 Forventningskanalen

Forventninger spiller en viktig rolle når priser og lønninger settes. Forventninger om fremtidig prisvekst påvirker lønnskravene og bedrifters justering av prisene. Tillit til inflasjonsmålet vil gi et ankerfeste for forventningene om fremtidig prisvekst. I følge Bergo (2006) er forventningskanalen den viktigste kanalen pengepolitikken virker gjennom siden sentralbanken påvirker de kortsiktige pengemarkedsrentene via styringsrenten. Graden av aktørenes konsum og investeringsbeslutninger har lite betydning på kortsiktige renter. Disse beslutningene avhenger mer av aktørenes forventninger til den fremtidige utviklingen i styringsrentene.

Forventninger om fremtidig inflasjon vil ligge eksplisitt i modellen vi skal bygge opp i det påfølgende. Denne modellen forutsetter rasjonelle forventninger, som i den ny-keynesianske teorien, og i den grad aktørene tar hensyn til hvordan endringer i forventningene påvirker tilpasningen vil inflasjon også påvirkes gjennom forventningskanalen til inflasjon.

2.2.2 Fleksibelt inflasjonsmål

Vi velger å legge vekt på inflasjonsstyring i en liten åpen økonomi som Norge. Dette impliserer at landet i seg selv har liten påvirkningskraft på den økonomiske utviklingen internasjonalt. Videre vil antagelsene gjort om transmisjonsmekanismene og optimal pengepolitikk gjelde for det følgende.

2.2.2.1 Aggregert etterspørsel (IS-kurven)

I en åpen økonomi kan etterspørselssiden representeres ved uttrykket:

$$(2.7) \quad y = y^* - \alpha_1(i - \pi^e - r^*) + \alpha_2(e - e^*) + v$$

Hvor y er samlet produksjon og y^* er potensiell produksjon. Dermed representerer uttrykket $(y - y^*)$ produksjonsgapet. i representer den nominelle renten og π^e forventet inflasjon. Dermed definerer uttrykket $(i - \pi^e)$ realrenten. r^* er den langsiktige likevektsrealrente. Parameteret α_1 vektet differansen mellom realrenten og det langsiktige likevektsnivået for realrenten.

Som det kommer frem fra ligning (2.7) vil en relativt høyere realrente enn likevektsrealrenten føre til lavere aggregert etterspørsel. Det kan være flere grunner til dette, som økte spareinsentiver og redusert inntekt til husholdninger med høy gjeld. Husholdninger har erfaringsmessig høy marginalkonsumtilbøyelighet. Økt rente vil også trekke i retning av reduserte boligpriser og dermed redusert boligformuen og tilgangen på kreditt.

Realvalutakursen er gitt ved $e = s + \pi^f - \pi$.

Der s er den nominelle valutakursen og e er realvalutakursen. π^f uttrykker inflasjonen i utlandet og π er faktisk innenlands inflasjon. Den nominelle valutakursen er altså justert for forskjeller mellom prisnivået i hjemlandet og prisnivået i utlandet. Det er verdt å merke seg at en økning i e eller s impliserer en depresiering av valutakursen. $\alpha_2(e - e^*)$ omfatter valutakursens effekt der e^* er likevektsrealvalutakursen. Endringer i valutakursen vil påvirke aggregert etterspørsel gjennom valutakurskanalen beskrevet tidligere. En økning i e (depresiering av realvalutakursen) vil, isolert, føre til at hjemmeproduserte varer blir relativt billigere og øke aggregert produksjon.

v representerer etterspørselssjokk som kan oppstå gjennom uventede endringer i finanspolitikken, internasjonale konjunktursvingninger, husholdningenes spareatferd eller endringer i bedriftenes investeringer. Et positivt etterspørselssjokk vil øke aggregert produksjon.

2.2.2.2 Aggregert tilbud (Phillips-kurven)

Tilbudssiden i økonomien er representert med en Phillips-kurve på formen:

$$(2.8) \quad \pi = \pi^e + \gamma(y - y^*) + \beta(e - e^*) + \mu$$

Der μ representerer et inflasjonssjokk som for eksempel en uventet økning i råvarepriser eller i lønningene.

Phillips-kurven bygger på den ny-keynesianske teorien og dermed forutsetningen om at priser og lønninger er rigide på kort og mellomlang sikt. Dette impliserer at etterspørselspress gir en gradvis økning i prisene. Likningen tilsier at økte inflasjonsforventninger, alt annet likt, vil slå fullt ut i økt faktisk inflasjon. Dette impliserer at $\pi = \pi^e$, $y = y^*$ og $\mu = 0$ på langsikt. Dermed er den langsiktige Phillips-kurven vertikal. Det er ikke mulig å oppnå høyere produksjon på lang sikt ved å tillate høyere inflasjon. En politisk meny der man kan avveie mellom produksjon, inflasjon og arbeidsledighet, som en Phillips-kurve representerer på kort sikt, vil dermed bortfalle på sikt.

I en situasjon der produksjonsgapet er positivt over tid er økonomien inne i en høykonjunktur. Høy aggregert etterspørsel muliggjør høyere inntjening for bedrifter gjennom økte priser. I tillegg legger en høykonjunktur press på økonomiens kapasitet. Dette vil føre til økte kostnader for bedrifter, gjennom et relativt høyere prisnivå på innsatsfaktorene. En høykonjunktur impliserer også lav arbeidsledighet og press i arbeidsmarkedet. Dette trekker i retning av økt lønnsnivå. Bedrifter vil da tendere mot å øke prisene på sine varer og tjenester. Begge effektene trekker i retning av økt inflasjon.

I en åpen økonomi finner vi også valutakursleddet. En endring i realvalutakursen påvirker inflasjonen gjennom valutakurskanalen. For det første vil en relativt svak realvalutakurs bedre konkurranseevnen og dermed øke aktivitetsnivået. Som sagt, tenderer et høyt aktivitetsnivå i retning av økte lønninger og dermed økte kostnader for bedriftene. En svakere valutakurs fører også til at importerte innsatsfaktorer til produksjon blir dyrere. De økte produksjonskostnadene vil delvis skyves over i prisene. En svakere valutakurs medfører også dyrere import av varer og tjenester. Konsumprisindeksen vil da øke som følge av økt importert inflasjon.

2.2.2.3 Valutakurs og teori om udekket renteparitet

En likning som bestemmer valutakursen er uttrykt med forutsetning om udekket renteparitet og er gitt ved:

$$(2.9) \quad s = s^e - (i - i^f) + z$$

Der s^e er forventet nominell valutakurs for neste periode. Rentenivået i utlandet er i^f og z representerer et valutasjokk. Udekket renteparitet medfører at forventet avkastning skal være den samme mellom ulike valutaer. Variabelen z representerer i så måte et avvik fra udekket renteparitet. Dersom avkastningskravet til innenlandske verdipapir er høyere enn til utenlandske verdipapirer oppstår det et positivt sjokk.

2.3 Tapsfunksjon

En sentralbank som styrer etter et fleksibelt inflasjonsmål vil typisk forholde seg til en målsetningsregel. Denne reglen vil inneholde avviket mellom faktisk inflasjon og målsettingen for inflasjonen. Avviket mellom faktisk og potensiell produksjon vil typisk også være en av faktorene i denne funksjonen. Målsetningsregelen er den rentestrategien som minimiserer tapet for en gitt beskrivelse av økonomiens tilstand og en modell for de økonomiske sammenhengene (Norges Bank, 2002). En slik funksjon kan ta følgende utforming:

(2.10)

$$L = \frac{1}{2} [(\pi - \pi^*)^2 + \lambda(y - y^*)^2]$$

Tapsfunksjonen er kvadratisk i sine argumenter noe som impliserer at et avvik i både negativ og positiv retning er like kostbart. Dette impliserer også at tapet er eksponentielt i takt med økt avvik.

Parametere λ indikerer hvor stor vekt sentralbanken legger på stabilitet i produksjonen i forhold til stabilitet i inflasjonen. $\lambda > 0$ indikerer dermed at sentralbanken ønsker en fleksibel inflasjonsstyring. En relativt høyere λ impliserer at sentralbanken vektlegger stabilitet i realøkonomien i større grad på veien til stabil inflasjon rundt inflasjonsmålet. Størrelsen på λ sier dermed også noe om tidshorizonten for å oppnå målsettingen. En relativt høy λ indikerer

at sentralbanken kan bruke lengre tid på å oppnå inflasjonsmålet. De kan dermed ta større hensyn til stabil produksjon.

I Norge er tidshorizonten for oppnåelse av inflasjonsmålet 1 til 3 år avhengig av hvilke type sjokk, samt størrelsen på sjokket, økonomien står ovenfor. Dette impliserer at Norges Bank legger betydelig vekt på produksjonsgapet og praktiserer en fleksibilitet rundt inflasjonsmålet.

2.3.1 Førsteordensbetingelse for minimering av tapsfunksjonen

Som tidligere nevnt er sentralbankens oppgave å minimere tapsfunksjonen gjennom fastsettelse av styringsrenten. Ved å derivere tapsfunksjonen med hensyn på den nominelle renten, og sette uttrykket lik null, vil vi få et matematisk uttrykk for førsteordensbetingelsen for minimering av tapsfunksjonen.

(2.11)

$$\frac{\delta L}{\delta i} = \frac{1}{2} (2(\pi - \pi^*) \frac{\delta \pi}{\delta i} + \lambda 2(y - y^*) \frac{\delta y}{\delta i}) = 0$$

Videre ser vi at den deriverte av tilbudskurven og etterspørselskurven med hensyn på den nominelle renten inngår i uttrykket. Vi finner derfor et uttrykk for disse, henholdsvis:

Etterspørselskurven derivert med hensyn på den nominelle renten:

(2.12)

$$\frac{\delta y}{\delta i} = -\alpha_1 + \alpha_2 \left(\frac{\delta e}{\delta i} \right) = -(\alpha_1 + \alpha_2), \quad \text{der} \quad \frac{\delta e}{\delta i} = \frac{\delta s}{\delta i} = -1$$

Phillips-kurven derivert med hensyn på den nominelle renten:

(2.13)

$$\frac{\delta \pi}{\delta i} = \gamma \frac{\delta y}{\delta i} + \beta \frac{\delta e}{\delta i} = \gamma(-1)(\alpha_1 + \alpha_2) + \beta(-1) = -[\gamma(\alpha_1 + \alpha_2) + \beta]$$

Det er verdt å merke seg at ligning (2.12) og (2.13) sammenfatter økonomiens transmisjonsmekanismer. Siden (2.12) viser hvordan y reagerer på en marginal endring i rentenivået, mens (2.13) viser hvordan inflasjonen endres etter en marginal endring i renten.

Vi setter dermed inn uttrykkene for den deriverte av etterspørselen og tilbudet inn i betingelsen for optimal rentesetting (2.11):

$$(\pi - \pi^*)(-\gamma(\alpha_1 + \alpha_2) + \beta) = -\lambda(-)(\alpha_1 + \alpha_2)(y - y^*)$$

Videre kan vi omformulere dette til uttrykket:

(2.14)

$$(\pi - \pi^*) = -\left[\lambda \frac{(\alpha_1 + \alpha_2)}{\gamma(\alpha_1 + \alpha_2)} + \beta\right](y - y^*)$$

Likning (2.14) impliserer at pengepolitikken er optimalt innrettet dersom begge gapene er lukket. Hvis ikke vil det være optimalt at det er et negativt forhold mellom gapene. I en slik situasjon må sentralbanken gjøre en avveining mellom prisstabilitet kontra stabilitet i realøkonomien. Denne avveiningen avhenger, som sagt, av størrelsen på λ og da implisitt sentralbankens tidshorisont for oppnåelse av inflasjonsmålet.

Likningen impliserer også at det ikke er optimalt at både produksjonsgapet og inflasjonsgapet er positivt eller negativt samtidig. Dette fordi de positive(negative) gapene kan lukkes ved bruk av styringsrenten. For eksempel skal sentralbanken optimalt reagere på negative gap med å sette ned renten. Dette drar i retning av økt inflasjon og økt produksjon, noe som vil øke gapene å redusere tapet.

2.4 Regel for optimal pengepolitikk

Vi kan dermed utlede en regel for optimal pengepolitikk i form av en enkel regel. Vi setter inn ligningene for tilbud og etterspørsel inn i ligning (2.14) og får:

(2.15)

$$i = r^* + \pi^e + \frac{(\alpha_1 + \alpha_2)\gamma + \beta}{(\alpha_1 + \alpha_2)\alpha_1\lambda}(\pi - \pi^*) + \frac{\alpha_2}{\alpha_1}(e - e^*) + \left(\frac{1}{\alpha_1}\right) + v$$

Av ligningen ser vi at sentralbanken skal reagere på eksogene etterspørselssjokk. Når et negativt etterspørselssjokk inntreffer faller etterspørselen etter varer og tjenester. Dette fører til nedgang i produksjonsgapet og i utgangspunktet nedgang i inflasjonen. Sentralbanken skal,

etter regelen for optimal rentesetting, reagere med å sette ned styringsrenten for å dempe fallet i produksjonen. Reduksjonen i realrenten fører isolert til en depresiering av realvalutakursen. Dette medfører høyere importert inflasjon, noe som mer enn veier opp for det initiale fallet i inflasjon. For en optimal avveining bør produksjonsgapet være noe lavere enn målet og inflasjonen noe høyere enn inflasjonsmålet i tiden etter et negativ etterspørselssjokk.

I tillegg ligger tilbudssidesjokk, μ , i uttrykket for inflasjon, π . Dette innebærer at et positivt tilbudssidesjokk impliserer et relativt høyere rentenivå, isolert sett. Videre er det verdt å merke seg at rentesettingen som følge av et tilbudssidesjokk avhenger av størrelsen på λ . Dette fordi et tilbudssidesjokk kan tenkes å føre til redusert inflasjon samtidig som aktivitetsnivået i økonomien er høyt. Et eksempel på dette er implikasjonene av Kinas inntreden i verdensøkonomien de senere årene. Den lave importerte inflasjonen til Norge dro i retning av redusert nivå på styringsrenten. Samtidig var norsk økonomi inne i en høykonjunktur som isolert dro i retning av økt nivå på styringsrenten.

Sentralbanken skal også reagere når inflasjonsgapet, $(\pi - \pi^*)$, er ulik null. Der et positivt gap impliserer økt rentenivå.

Sentralbanken skal reagere på endringer i den utlandske likevektsrealrenten og risikopremiesjokk etter regelen for optimal rentesetting. Årsaken til dette er at disse variablene påvirker den norske valutakursen og dermed realøkonomiske variabler i Norge. Et negativ risikopremiesjokk inntreffer når, for eksempel, utenlandske investorer senker avkastningskravet til innlandske verdipapirer eller dersom de utenlandske realrentene faller. Dette medfører at verdien av innenlandske verdipapirer øker. Noe som fører til en appresiering av innenlandsk valuta.

Isolert sett fører appresieringen til lavere aktivitetsnivå i økonomien. Denne effekten kommer som en konsekvens av at utenlandske produkter blir billigere og innenlandske produkter dyrere. Dette medfører en reduksjon i etterspørselen etter innenlandske produkter.

Reduksjonen i aktivitetsnivået impliserer lavere inflasjon. Lavere produksjon og inflasjon trekker i retning av en reduksjon i styringsrenten for å øke etterspørselen og motvirke noe av effekten som de relativt billigere importerte varene har på inflasjonen. Dermed blir den optimale løsningen at den faktiske inflasjonen blir liggende noe lavere enn inflasjonsmålet, mens faktisk produksjon ligger noe høyere enn den potensielle produksjonen.

Valutakursen inngår ikke direkte i tapsfunksjonen. Likevel vil sentralbanken ta hensyn til endringer i valutakursen. En appresiering av den norske valutakursen, alt annet likt, impliserer at sentralbanken bør sette renten ned. En depresiering tilsier at sentralbanken bør heve rentenivået. En slik politikk vil bidra til stabil realvalutakurs over tid. Dette er gunstig fordi valutakursen bidrar til stabilitet i inflasjon og i de realøkonomiske variablene i økonomien.

Dette er en enkel regel for optimal rentesetting og vil ikke fange opp alle typer forstyrrelser sentralbanken bør ta hensyn til eller står ovenfor i et gitt tilfelle.

2.4.1 Taylor-regelen

Taylor- regelen er en enkel regel for optimal rentesetting. Den ble utviklet av John Taylor i 1993 og var et bidrag til debatten om regler Vs diskresjon. Det er ingen sentralbank som bruker denne regelen slavisk, men den brukes gjerne som en kryssjekk mot styringsrenten.

Regelen bygger på et rent mekanisk fundament. Den optimale renten skal etter Taylor-regelen settes etter historiske tall for likevekstrealrenten, faktisk inflasjon, inflasjonsgap og produksjonsgap. Dette i motsetning til tapsfunksjonen som er fremskuende i sin natur.

Formelt kan Taylor- regelen uttrykkes slik:

(2.16)

$$i = \pi_{t-1} + \lambda(y - y^*)_{t-1} + (1 - \lambda)(\pi - \pi^*)_{t-1} + r^*$$

Ifølge Taylor-regelen skal renten settes med sikte på at prisstigningen holdes rundt et bestemt målnivå over tid. Samtidig skal renten bidra til å stabilisere produksjonsutviklingen. Dette samsvarer med teorien fra Røisland og Sveen (2005) beskrevet tidligere.

I en situasjon der inflasjonsgapet og produksjonsgapet er lukket tilsier Taylor regelen at renten settes lik likevekstrealrenten pluss inflasjonen i forrige periode. Dette kalles gjerne den nøytrale nominelle renten (Norges Bank, 2002). Dersom faktisk inflasjon overstiger inflasjonsmålet sier Taylor- regelen at renten bør settes opp slik at den kortsiktige realrenten øker. Når faktisk produksjon er høyere enn potensielt nivå på produksjon sier reglen at renten bør settes opp for å dempe presset i økonomien. Det er tilfredsstillende at λ er større enn null for at rentehevingen skal virke stabiliserende på produksjonen.

2.5 Pengepolitikk i praksis

Det pengepolitiske styringssettet har rettet fokuset mot den ny- keynesianske økonomiske teorien. Dette rammeverket bygger på antakelsen om at pengepolitikken påvirker inflasjon og produksjon gjennom forventninger. Ved å påvirke markedsaktørens forventninger kan sentralbanken oppnå en bedre og raskere oppnåelse av stabilitet både i inflasjon og produksjon. For at sentralbankens kommunikasjon skal påvirke markedets forventninger er det viktig at pengepolitikken virker troverdig. Det er dermed en fordel at sentralbanken viser størst mulig åpenhet i sitt reaksjonsmønster (Woodfort, 2005). På den måten vil det være lettere for markedsaktørene å få bekreftet at sentralbanken følger en troverdig strategi. Offentliggjøring av prognoser for fremtidig rentebane og forståelse av transaksjonsmekanismene vil bidra til dette.

I november 2005 innførte Norges Bank offentliggjøring av endogene rentebaner i sine pengepolitiske rapporter. Der sentralbanken før antok konstante renter, eller implisitt fulgte markedsrentene som en eksogen forutsetning, tok de da kontroll over egne rentebaneprogner. I den forbindelse kan rentebanen sees på som en ubetinget prognose for styringsrenten. I strengere forstand er prognosen betinget opp mot sentralbankens anslag om dagens økonomiske situasjon og sin forståelse av transmisjonsmekanismene.

En troverdig rentebane impliserer at sentralbanken oppnår inflasjonsmålet i fastsatt tidshorison. Dette medfører at forventninger om framtidig inflasjon samsvarer med inflasjonsmålet. Som vi tidligere har sett inngår inflasjonsforventningene i sentralbankens reaksjonsfunksjon. I tilfeller der inflasjonsforventningene avviker fra inflasjonsmålet må framtidig rentesetting ta hensyn til dette.

2.5.1 Kriterier for optimal rentebane:

En troverdig rentebane følger følgende fem kriterier (Holmsen, Qvigstad & Røisland, 2007):

1. Oppnåelse av inflasjonsmålet

Renten bør settes med sikte på å stabilisere inflasjonen nær inflasjonsmålet på mellomlang sikt. Horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien blir utsatt for, og i hvor stor grad de påvirker utviklingen i inflasjonen og realøkonomien.

2. Rimelig avveining mellom inflasjonsgapet og produksjonsgapet

Norges Bank gjennomfører fleksibel inflasjonsstyring. Den valgte rentebane bør derfor innebære en rimelig avveining mellom å stabilisere inflasjonen rundt inflasjonsmålet og stabilisere realøkonomien. Hva som menes med en "rimelig" balanse er åpenbart et spørsmål om skjønn og er et viktig element i sentralbankens vurderinger.

I avveiningen til hovedkriteriene understrekes det at Norges Bank også tar hensyn til formuespriser som eiendomspriser, aksjekurser og kronekursen. Dette siden disse variablene kan påvirke produksjon, sysselsetting og inflasjon.

Forutsatt at kriteriene ovenfor er oppfylt, vil følgende kriterier være nyttige:

3. Robusthet

Renteutviklingen skal resultere i en akseptabel utvikling for både inflasjon og produksjon også under et alternativt utfall i realøkonomien. I en situasjon hvor virkningen av pengepolitikken er mer uklar og en ønsker å motvirke et skrekksenario som en økonomisk depresjon vil kunne innebære, bør virkemidlene benyttes aggressivt og resolutt. Da vil alle andre hensyn måtte vike.

4. Gradvis og konsistens

Renteendringer skal normalt skje gradvis og konsistent med bankens tidligere reaksjonsmønstre. Store endringer i styringsrenten kan gi ustabilitet i formuesprisene og høyere risiko for finansiell ustabilitet. Dermed er det ønskelig at renten endres med små steg.

5. Kryssjekking

Sentralbanken bør kryssjekke sine beslutninger om rentebanen mot annen informasjon. En vanlig måte å kryssjekke på er å se på markedsforventninger til den fremtidige renten. I tillegg kan sentralbanken sjekke mot enkle renteregler som for eksempel Taylor-regelen.

2.5.2 Sentralbankens kommunikasjon

Sentralbankens kommunikasjon er viktig for å skape troverdighet for pengepolitikken. Sentralbanken bør derfor forankre sine forventninger om fremtidig utvikling i inflasjon og de realøkonomiske variablene. For å oppnå dette bør sentralbanken legge frem sin vurdering av dagens økonomiske situasjon og sitt syn på transmisjonsmekanismene. Videre bør

sentralbanken vise sitt reaksjonsmønster. Dette kan oppnås ved å publisere sine foretrukne regler for optimal rentesetting. Sentralbanken bør også forklare pengepolitiske handlinger i ettertid. I praksis er dette relatert til å forklare reaksjonsmønsteret ex ante, og kan bli sett på som en troverdighetssjekk på om sentralbankens handlinger er i samsvar med det annonserte reaksjonsmønsteret (Holmsen et al., 2007).

Norges Bank offentliggjør sine prognoser for konsumprisindeks (KPI), kjerneinflasjon (KPI-JAE)², produksjonsgap og styringsrente i hver pengepolitisk rapport. I tillegg publiserer sentralbanken prognoser for import veid valutakurs. I så måte er sentralbankens syn på utviklingen i de viktigste variablene i tapsfunksjonen og regelen for optimal rentesetting ute for offentligheten.

2.6 Finanspolitikk

I finanspolitikken skiller man gjerne mellom offentlige tiltak og automatiske stabilisatorer. De automatiske stabilisatorene vises gjerne gjennom økt forbruk av trygdeordninger i lavkonjunkturer og redusert forbruk i høykonjunkturer. En annen automatisk stabilisator er endringer i de offentlige skattinntektene grunnet endringer i arbeidsstyrken og lønnsnivået over konjunkturerensyklusene. Størrelsen på de automatiske stabilisatorene er ikke satt med konjunkturstabiliserende hensyn, men ut i fra hensyn til progressive skatte- og overføringssystemer (Taylor, 2000). Størrelsen på de automatiske stabilisatorene endres noe over tid, men i følge Taylor (2000) er disse endringen i liten grad tatt med hensyn på konjunkturer.

Finanspolitikken har innvirkning på aggregert etterspørsel gjennom statsbudsjettets etterspørselseffekt. Offentlige tiltak for stabilisering av konjunkturer kan typisk være stimulering av aggregert etterspørsel gjennom endringer i offentlige utgifter og nettoskattenivå (Holden, 2004). I en liten åpen økonomi som Norge kan man tenke seg en slik sammenheng mellom finanspolitikk og aggregert produksjon:

² Konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer.

$Y = F(G, T)$, der aggregert produksjon er en funksjon av G , offentlig forbruk og T , netto skattenivå. Videre er $\delta G > 0$, mens $\delta T < 0$. Dette innebærer at økt G trekker i retning av økt etterspørsel, mens økt nettoskattenivå trekker i retning av redusert samlet etterspørsel.

Med forutsetning om at priser og lønninger er rigide på kort sikt vil en økning i offentlig forbruk eller reduksjon i netto skattenivå føre til en midlertidig økning i aggregert etterspørsel. Denne effekten vil bli nøytralisert av økte priser fra bedriftene og økt press fra arbeidsmarkedet på sikt. Finanspolitikken endrer altså ikke den langsiktige trenden i produksjonen. Dette innebærer at effekten av den ekspansive finanspolitikken nøytraliseres over tid. Dette åpner likevel for at finanspolitikken kan brukes som konjunkturstabilisator for kortsiktige fluktuasjoner i faktisk produksjon rundt trenden (Holden, 2004).

Finanspolitikken virker gjerne med et tidsetterslep. Dette innebærer at det vil ta noe tid fra implementering av tiltak til man ser effektene på realøkonomien. Et empirisk arbeid utarbeidet av Blanchard og Perotti (1999) viser at virkningen av tiltakene slår fullt ut i realøkonomien først et par kvartaler etter implementeringen. Virkningen av disse tiltakene kan da vare i flere år, men tenderer til å være av midlertidig karakter. Det kan også være krevende å reversere tiltak hvis de skulle vise seg økonomisk ufornuftige. I så måte er de finanspolitiske tiltakene for konjunkturstabilisering mindre fleksible enn de pengepolitiske. Sentralbanken kan justere renten hver 6. uke med endring i de nominelle rentene neste dag.

I følge Spilimbergo, Symansky, Blanchard & Cottarelli (2008) kan finanspolitikken stimulerer etterspørselen gjennom tre kanaler: bruk av offentlige midler på varer og tjenester, stimulering av det private markedet og stimulering av næringslivet. Bruk av offentlige midler på etterspørselsstimulerende tiltak antas å ha en høyere multiplereffekt enn reduserte skatter. Det offentlige bør derfor sørge for at allerede oppstartete prosjekter holdes ved like. Videre kan det offentlige sørge for at lønnsomme prosjekter får nok kapital til oppstart. Langsiktige prosjekter med gode fremtidsutsikter vil være å foretrekke da disse kan opprettholdes kun gjennom høye forventninger. Økt lønnspost for det offentlige vil virke stimulerende gjennom nye offentlige prosjekter, noe som medfører redusert arbeidsledighet.

Et overordnet mål for finanspolitikken bør være å holde faktisk produksjon nær potensiell produksjon når inflasjonen er lik inflasjonsmålet. Finanspolitikken vil også være hensiktsmessig til å stabilisere realøkonomien dersom sentralbanken legger for stor vekt på

inflasjonsgapet kontra stabilisering av produksjonsgapet (Taylor, 2000). En for ekspansiv finanspolitikk vil skifte faktisk produksjon høyere enn potensiell produksjon, noe som vil føre til økt press på inflasjonen. En slik finanspolitisk stimulans vil etter all sannsynlighet føre til reverserende tiltak fra sentralbanken og på ingen måte virke konjunkturstabiliserende.

I tilfeller der en lavkonjunktur varer over tid er gjerne styringsrenten satt ned til et lavt nivå. Når den nominelle renta nærmer seg null vil videre fall i inflasjonen føre til at realrenten øker. Dette fører til et ytterligere fall i etterspørsel og inflasjon. Skiftet fra fallende realrenter når inflasjonen reduseres (for et positivt nominellrentenivå) til stigende realrenter når inflasjonen reduseres (for en nominellrente lik 0) fører til en knekk i kurven for aggregert etterspørsel. Som en konsekvens av fallende inflasjonen og høyere realrente skapes en nedgangsspiral som fører til deflasjonspress (Taylor, 2000). I et slikt tilfelle bør sentralbanken fortsette å holde renten lav for å stimulere til finanspolitiske tiltak. Når styringsrenten og den nominelle renten nærmer seg null kan ikke sentralbanken lengre påvirke aggregert etterspørsel. Nivået på faktisk produksjonen må dermed styres av finanspolitikken (Spilimbergo et al., 2008).

I motsetning til sentralbanken er ikke finanspolitikken politisk uavhengig. Dette innebærer at det kan oppstå et tidsinkonsistensproblem. Tidsinkonsistensproblemet oppstår dersom politiske partier utfører populistiske handlinger rett før valg. Dette impliserer at styresmaktene kan tendere mot å være for ekspansive i finanspolitikken for å opprettholde makt. En slik tendens vil kunne stimulere økonomien i feil retning. En for ekspansiv finanspolitikk i en høykonjunktur vil stimulere etterspørselen på kort sikt, men vil kunne inflatere økonomien på lang sikt. Med andre ord betyr tidsinkonsistensproblemet at politikerne er opportunistiske istedenfor velvillig samfunnsplanlegger med en uendelig planleggingshorisont (Thøgersen, 2004).

2.6.1 Gjeldsnøytralitet og Ricardiansk ekvivalens

Spilimbergo et al. (2008) argumenter for at effekten av økt offentlig forbruk er høyere enn lavere skatter i en nedgangskonjunktur. For mens offentlig kjøp av varer og tjenester virker ekspansivt, fordi det øker offentlig etterspørsel, er effekten av redusert skattenivå mer usikker. I følge Spilimbergo et al. (2008) er det svært få makroøkonomiske modeller som gir effesiens for at reduserte skatter fører til økt forbruk og etterspørsel i et slikt tilfelle. Dette kommer av

at konsumet antatt bestemmes over en evig tidshorison. Dette impliserer at dagens generasjoner tar alle framtidige skatteendringer i betraktning når de avveier mellom sparing og konsum i nåtid.

Man kan dermed tenke seg en situasjon der det offentlige søker å øke privat konsum gjennom reduserte skatter. Dette fører til underskudd (lavere overskudd) på statsbudsjettet, gitt at offentlige utgifter ikke reduseres. Reduksjonen i skattenivået vil isolert sett øke disponibel inntekt i realtid. Samtidig vil en konsument som handler etter en permanentinntekthypotese vite at økningen i offentlig gjeld på et tidspunkt må reverseres, med økt skattenivå en gang i fremtiden som konsekvens. Det er dermed svært usikkert hvordan husholdningene vil justere forbruket etter et skattelette midt i en lavkonjunktur (Holden, 2002).

I følge teorien om Ricardiansk ekvivalens og gjeldsnøytralitet vil de reduserte skattene heller slå ut i økt sparing. Konsumenten vil altså spare økningen i disponibel inntekt for å møte den økte skattenivået i fremtiden. Dette forutsetter at konsumentene har uendelig planleggingshorison og høy grad av altruisme. Dette impliserer at beslutningstaker er indifferent mellom konsum i sin tidshorison eller økt sparing til arv. Dermed vil en økning av offentlig gjeld, i form av redusert skattenivå, føre til at dagens generasjon øker sin sparing i nåtid for å fordele den økte inntekten på konsum over en uendelig tidshorison. I så tilfelle vil en hver markedsaktør forsøke å glatte ut konsum over en evig planleggingshorison (Blinder, 2004).

Disse resultatene har flere forutsetninger. For det første må konsumentene kunne spare og låne fritt i kredittmarkedet til samme rente som myndighetene. Videre må antall familier holdes konstant over evig tid, slik at ingen familier dør ut og ingen nye oppstår. Endringer i skattereglene kan heller ikke forskyve forbruket mellom familier med forskjellig konsumtilbøyelighet. Sist forutsettes det at myndighetene kan drive med driftsunderskudd uten at dette påvirker den politiske prosessen. Selv om dette er relativt strenge forutsetninger argumenter Makoff (NOU 2000:8) for at de vil være oppfylt i så stor grad at teoriene om Ricardiansk ekvivalens og gjeldsnøytralitet kan forventes å gjelde.

En spennende implikasjon av Ricardiansk ekvivalens og gjeldsnøytralitet er muligheten for at teorien ikke bare vil gjelde for gjeldsperspektivet, men også fra et formuesperspektiv. Spesielt for Norge vil dette ha relativt store innvirkninger. Man kan i så måte tenke seg at

konsumentene skjønner at den offentlige sparingen på et tidspunkt vil komme alle til gode. På den måten vil konsumenten forsøke å glatte ut overskuddet over en evig planleggingshorisont. Hvis dette er tilfelle vil man kunne se en korrelasjon mellom økt vekst i pensjonsfondet og økt lånevillighet blant konsumentene. I tillegg vil dette implisere en ny forbindelse mellom økt oljepris og en økning i konsumetterspørsel og boligpriser (Mohn, 2008).

2.6.2 Norsk finanspolitikk og handlingsregelen

Ifølge st. meld. nr. 29 (2000 – 2001) skal den økonomiske politikken bidra til en stabil økonomisk utvikling. Finanspolitikken oppgave er dermed å unngå unødig sterke konjunkturutslag. Midlene som disponeres over statsbudsjettet utgjør en stor del av den samlede økonomien i Norge. Det er dermed ikke mulig å oppnå en stabil økonomisk utvikling uten at budsjettpolitikken tar et hovedansvar. Den økonomiske politikken bør også innrettes slik at den er opprettholdbar over tid. Dette for å minimere tilfeller av store omslag i finanspolitikken, som vil kunne redusere velferden. Bruken av finanspolitikken som konjunkturstabiliserende virkemiddel avhenger ikke bare av størrelsen på oljefondet, men også av hvor godt og effektivt Norge greier å utnytte sine resurser og arbeidsstyrke. Derfor bør utformingen av finanspolitikken også ta hensyn til effektivitet i økonomien.

Stortinget vedtok i 2001 nye retningslinjer for bruk av statens petroleumsfond utland. Retningslinjene er omtalt som handlingsregelen og sier at den årlige bruken av petroleumsinntektene over statsbudsjettet skal utgjøre en anslått realavkastning på 4 prosent av verdien av petroleumsfondet. Dette impliserer at store svingninger i petroleumsinntektene vil bli disponert jevnt over tid i statsbudsjettet. Tanken bak dette er at statsbudsjettet da blir skjermet for kortsiktige svingninger i petroleumsinntektene. Dette for å forhindre brå og store omstillinger mellom konkurranseutsatt og skjermet sektor (Norges Bank, 2004).

Handlingsregelen gir rom for avvik fra 4 prosent regelen. I perioder der økonomien er inne i en lavkonjunktur gir handlingsregelen rom for å overstige den forventede realavkastningen på 4 prosent. Dette for å stimulere til økt sysselsetting og produksjon. Tilsvarende vil det være rom for innstramning i finanspolitikken i perioder med høy aktivitet. Rammeverket for handlingsregelen gir dermed grunnlag for en forutsigbar finanspolitikk samtidig som den legger grunnlag for konjunkturstabiliserende tiltak. Dermed har politikerne mulighet for å

skjerme budsjettets utgiftsside for endringer i skattenivåer i tilfeller med konjunktursvingninger.

Altruisme er en av hovedtankene bak handlingsregelen. Bruken av petroleumsinntektene skal brukes slik at også fremtidige generasjoner får nytte av ressursene Norge nå pumper opp og forvalter på fond. Av regjeringen gjerne kalt generasjonskontrakten. At Norge kun skal fase inn estimert realavkastning av oljefondet tilsier at alle fremtidige generasjoner drar nytte av dagens petroleumsutvinning.

Politikerne har gjort avvik fra regelen om 4 prosent innfasing i statsbudsjettet flere ganger siden innføringen i 2001. Dette gjelder i hovedsak i ettertid av lavkonjunktoren verdensøkonomien var rammet av etter aksjefallet i år 2000 og finanskrisen de senere årene. I årene fra 2003 til 2007 var finanspolitikken mindre ekspansive enn det handlingsregelen skulle tilsi (Mohn, 2008). Likevel har veksten i budsjettunderskuddet vært om lag 16 prosent i året i gjennomsnitt i perioden fra 2001 til 2009. I årene før krisen, fra 2001 til og med 2007, var veksten i budsjettunderskuddet 10 prosent i årlig gjennomsnitt (Bjørnland, 2010)

”Dutch disease” er en erfaring fra 1970- tallet. Den oppsto som følger av høyt offentlig forbruk etter at Nederland oppdaget store gassfelt i Nordsjøen. Dette medførte at en betydelig andel av arbeidskraft, kapital og ressurser ble flyttet fra konkurranseutsatt til skjermet sektor. Noe som førte videre til nedleggelse av arbeidsplasser og svekket konkurransevne. Denne utviklingen gikk svært langt og store underskudd i utenriksøkonomien og statsfinansene gjorde det etter hvert nødvendig å stramme inn. Reverseringen innebar en kraftig økning i arbeidsledigheten og skapte dermed en lavkonjunktur.

”Dutch disease” impliserer en realappresiering slik at skjermede varer blir dyrere enn de konkurranseutsatte. Dette kommer enten av at den nominelle valutakursen styrker seg eller ved at prisveksten innenlands er høyere en utenlands prisstigning. På den måten vil man se tendenser til en omstrukturering der skjermet sektor styrker seg markert.

3. Finanskrisen

Vi skal i denne delen kort ta for oss de viktigste årsakene til finanskrisen og de utløsende faktorene for at finanskrisen førte til en internasjonal nedgangskonjunktur. Vi vil også ta for oss virkningene av finanskrisen på kort, mellomlang og lang sikt og politisk respons på dette.

Når det gjelder de kortsiktige virkningene vil ta for oss midlertidige endringer i variabler som risikopremier, renter, aksjekurser og eiendoms- og råvarepriser. På mellomlangsikt vil vi ta for oss de realøkonomiske virkningene, som fall i aggregert etterspørsel, sysselsetting og økonomisk resesjon. Disse virkningene vil bli ansett som forbigående. Til slutt vil vi ta for oss de langsiktige virkningene. Vi skal da ta for oss rereguleringer og restruktureringer av det økonomiske rammeverket.

3.1 Underliggende årsaker

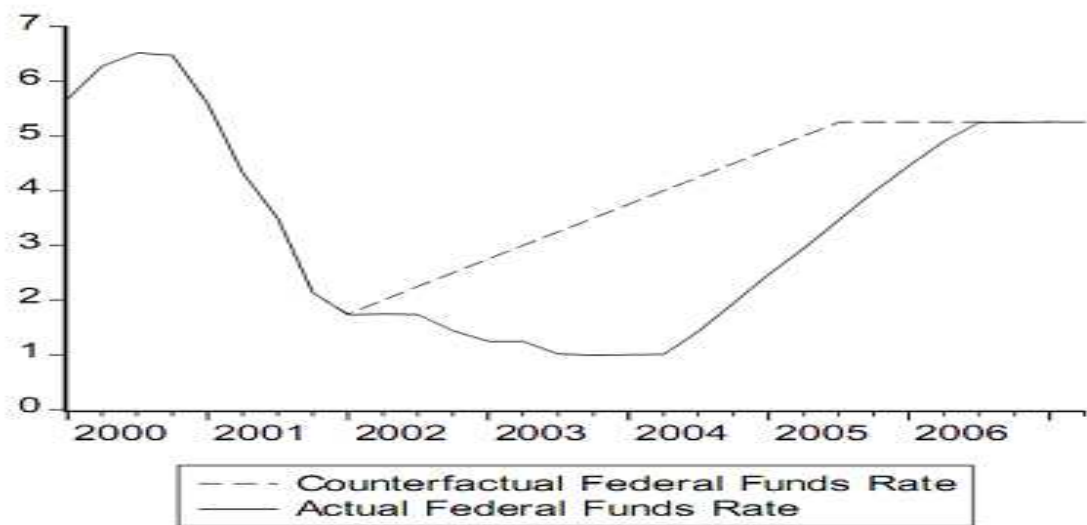
Årsakene til finanskrisen er mange og kompliserte. De fleste syntes imidlertid å være enige om at det lave rentenivået, internasjonalt, fra tidlig 2000- tallet sammen med en høy økonomisk vekst bidro til en overopphetet internasjonal økonomi (IMF, 2009). Dette i kombinasjon med et for lite regulert finansmarked medførte en krise i kredittmarkedet. Dette slo senere ut i en internasjonal resesjon.

3.1.1 For løs pengepolitikk

Det var gjerne to faktorer som trakk i retning av lave renter i USA, men også i mange andre land, utover 2000-tallet. For det første opplevde man en sterk vekst i produktiviteten utover 1990- og inn i 2000-tallet. Dette presset i retning av lavere prisstigning. For det andre importerte industrialiserte land svært billig fra lavkostnadsland som Kina. Dette medførte lav importert inflasjon til hele OECD- området. Begge faktorene trakk i retning av et lavt rentenivå internasjonalt.

I USA lå rentenivået svært lavt i en periode tidlig på 2000-tallet. Fra 2002 til 2004 var rentenivået nede i, på den tiden, et historisk lavt nivå på 1. prosentpoeng. Dette medførte at USA i en periode frem til 2006 holdt et rentenivå som lå godt under det Taylor-regelen skulle tilsi. Det er av mange økonomer, der iblant Taylor, påpekt at den svært ekspansive pengepolitikken i denne perioden var hovedårsaken til det stadig økende presset i amerikansk økonomi (Taylor, 2008).

Figur 2: Avvik mellom styringsrenten og Taylor-reglen

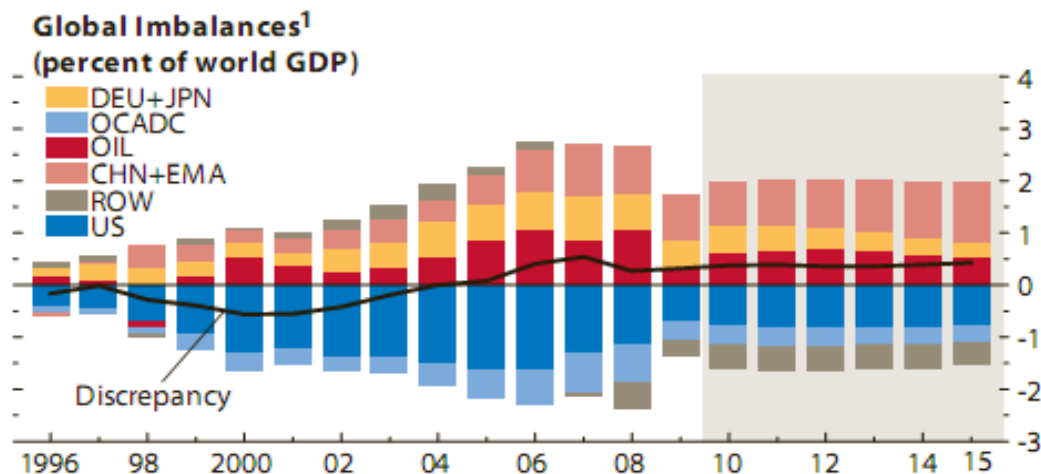


Kilde: Gustavson og Vinje (2009.)

De svært lave nominelle rentene sørget for at USA var i en situasjon der realrentene var negativ for de korte rentene. Dette innebar at det ikke bare var billig å låne penger, man fikk faktisk betalt for det (Gustavson & Vinje, 2009).

USAs ønske om høyt konsum, kombinert med andre lands ønske om økt sparing, medførte en sterk økning i de globale finansielle ubalansene utover 2000-tallet. Kina hadde akkumulerende overskudd som en konsekvens av vekst i eksporten. Samtidig sørget stigende oljepriser for tiltagende overskudd også i oljeeksporterende land. Overskuddene ble i stor grad investert i amerikanske obligasjoner, noe som presset prisen opp og rentene ned. Kina har plassert mye av sitt overskudd i amerikanske statsverdipapirer. I så måte har det vokst frem en gjensidig avhengighet mellom de to økonomiske stormaktene (Henriksen & Windheim, 2008)

Figur 3: Globale ubalanser



Kilde: IMF (2010).

De lave amerikanske rentene ble etter hvert eksporter til land som hadde knyttet sin valuta opp mot den amerikanske dollaren. Dette gjaldt land i Asia, Latin Amerika og mange av de oljeproduserende land. Den importerte lave inflasjonen medførte lave renter også i disse deler av verden. Konsekvensen var lave renter internasjonalt (SSB, 2009a).

3.1.2 Oppblåste formuespriser

De lave rentene førte til økt etterspørsel etter finansielle produkter i USA. Samtidig var risikovilligheten høy. Finansielle institusjoner utviklet dermed nye kompliserte instrumenter med høyere risiko. Markedet hadde stor tro på investeringsprodukter med kort tidshorison noe som ga sterke insentiver til å spekulere (Henriksen & Windheim, 2008).

Større konkurransen mellom banker og finansielle institusjoner økte behovet for investorer og kreditt. Man belønnet sine ansatte med bonusordninger noe som førte til overdreven salgsaktivitet og risikoappetitt både blant ledere og ansatte.

Ratingbyråer vurderte risikoen til banker, investeringsprodukter og verdipapirer etter kortsiktige avkastninger. Ratingbyråene tenderte derfor mot å undervurdere den langsiktige risikoen. Dette medførte en ytterligere akkumulering i den kortsiktige risikoappetitten.

Markedet mistet etter hvert kontrollen og ble overoptimistiske. Tilgangen på kreditt var lett og bankene lånte ut mange ganger sin egenkapital. I tillegg vokste det opp en stor næring av såkalte "skyggebanksystemer". Banker og finansielle institusjoner opprettet datterselskap i

skatteparadis med betydelig lavere grad av tilsyn eller krav om reguleringer. Dette la grunnlaget for en voksende boble.

3.1.3 Subprime

Stadig stigende boligpriser og deregulering av markedet for boliglån førte til opprettelse av de såkalte subprime-lånene i USA. Dette er lån til kunder som ellers ville blitt karakterisert som lite kredittverdige på grunn av lav inntekt, ingen inntekt eller tidligere kredittanmerkninger. Grunntanken var at lånetakere med lav tilbakebetalingsevne ville ha mulighet til å betale for seg i et boligmarked med stigende priser. Subprime-lånene ble dermed gitt med sikkerhet i boligprisveksten.

Lånene ble gitt med lav fastrente og avdragsfrihet i de første årene av tilbakebetalingsperioden. Dette sammen med stigende boligpriser førte til høy etterspørsel etter slike lån. Markedsandelen for subprime-lån nådde 20 prosent i USA i 2006. Samme år nådde boligprisene toppen, mye på grunn av det lave rentenivået (SSB, 2009a).

Etter hvert som lånene gikk over til økende flytende rente og avdrag økte andelen av misligholdte subprime-lån kraftig. Dette i kombinasjonen med fallende boligpriser gjorde at en rekke subprime-låneinstitusjoner gikk overende allerede i 2007 (SSB, 2009a)

Suprime-kontraktene var kompliserte og svært ulike. Dette førte til at markedet hadde lite innsikt i kontraktens implikasjoner. Likevel ble de pakket sammen og solgt fra låneinstitusjoner og ut i markedet. Blant dem var det flere store banker som igjen solgt dem videre til investorer. Etter hvert viste det seg at finansielle institusjoner og investorer rundt om i hele verden var eksponert mot subprime relaterte verdipapirer.

I første halvdel av 2007 opplevde det amerikanske markedet flere alvorlige hendelser. Spesielt var nyhetene om at det økende misligholdet av subprime-lån førte til konkurser, nedjusteringer av investeringsfond og store tap i hedgefond. Panikken spredde seg når markedet og markedsaktørene for fullt skjønnte omfanget av den asymmetriske informasjonen det finansielle markedet bar preg av.

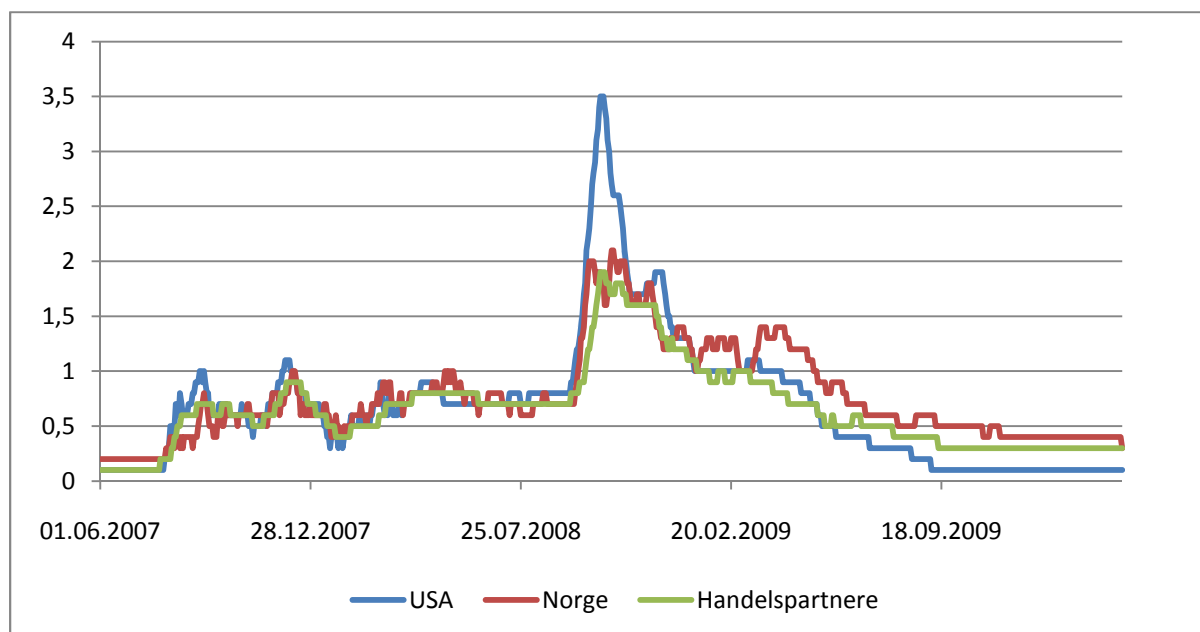
Da det ble klart at finansiell institusjoner og store banker rundt om i hele verden var eksponert mot subprime-markedet spredde uroen seg også mot pengemarkedet. Mistilliten mellom bankene økte i stor grad og mange store banker kviet seg mot å låne penger internt.

3.1.4 Dekobling mellom pengemarkedsrenter og styringsrentene

Påslaget, eller likviditetspremien, i LIBOR- markedet kan beregnes ved hjelp av OIS- renten. LIBOR- renten, eller pengemarkedesrenten, er en indeks på den renten bankene låner usikrede verdier fra hverandre. OIS, eller internbankrenten, måler i motsetning fluktuasjoner i rentenivået fra dag til dag. Denne renten reflekterer markedets forventning til styringsrenten. Påslaget er differansen mellom pengemarkedsrenter og internbankrenter med samme løpetid. Stigende differanse indikerer at markedet evaluerer likviditetsrisiko som tiltagende (DNBNOR, 2009a).

Utslaget i pengemarkedet ble betydelig. Før kredittkrisen oppstod august 2007 lå differansen stabilt på om lag 0,1 basispoeng. Etter hvert som kredittkrisen skred fram økte differansen mellom LIBOR og OIS (EEAG, 2009). I figur 4 registrer vi en markert rentedifferanse mellom pengemarkedsrenten og internbankrenten fra august 2007.

Figur 4: Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventninger om styringsrenten i markedet. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank (2010)..

Likviditetstørke og stadig stigende pengemarkedsrenter førte til at eurosonen, USA, Storbritannia og Canada utførte markedsoperasjoner med mål om å tilføre likviditet til markedet fra august 2007. Likevel ble differansen mellom pengemarkedsrenten og

interbankrenten liggende på et høyt nivå. Mot en normaldifferanse på mellom 0,1 – 0,25 lå typisk differanse på 0,5 – 1 prosentpoeng utover 2007 (SSB, 2009a).

Konsekvensen var redusert tilgang på kreditt. Bankene økte kravet til egenkapitaldekning, inntekt og tidligere kreditthistorie. Samtidig økte utlånsrenten, både fordi risikoappetitten falt og på grunn av det økte risikopåslaget i pengemarkedet.

Utslaget i pengemarkedet skulle vise seg å bli ytterligere forverret. Vi skal nå se nærmere på hvordan uroen slo ut i en internasjonal kredittkrise høsten 2008.

3.2 Utløsende faktorer

Etter hvert som krisen skred frem som en kredittkrise var det flere selskaper som merket reduksjonene i likvidene og inntjeningen. Sentralbankens rolle skulle vise seg å bli relativt omfattende etter hvert som krisen skred frem.

3.2.1 Uro i markedet

Uro i pengemarkedet førte til at banker med lavt innskudd i forhold til utlån fikk problemer. Tilgangen på frisk kapital ble sterkt redusert da tilgangen på kortsiktig finansiering fra pengemarkedet nærmest stoppet opp. Dette førte til at folk stormet til den britiske banken Northern Rock for å ta ut sine sparepenger tidlig 2008. 17. februar 2008 ble banken nasjonalisert og finanskrisen skred for alvor fram som en likviditetskrise (Norges Bank, 2009b).

I mars 2008 var det Bear Stearns som måtte reddes grunnet tap på salg av finansielle produkter. Da de ikke lenger greide å skaffe nok penger begynte ryktene om konkurs å spre seg. Også de var utsatt for en likviditetskrise, men ble reddet av New York avdelingen av sentralbanken. Senere ble de kjøpt opp av JP Morgan, subsidiert av FED. At FED gikk inn og reddet en stor finansiell institusjon bygget opp om en oppfatning om at sentralbanken ville redde de store finansielle institusjonene.

11. juli 2008 ble USAs største boliglånsbank, IndyMac, tatt over av føderale myndigheter. Senere fikk også boligjigantene Freddie Mac og Fannie Mae problemer. Disse garanterte for til sammen 5 billioner dollar i form av boliglån. Myndighetene anså selskapene for store til å gå konkurs. Den 7. september 2008 ble begge nasjonalisert da FED intervenerte 200

milliarder dollar i selskapene. Aktører og markedet tok det etter hvert for gitt at sentralbanken fungerte som et sikkerhetsnett for de store bankene (Baker & McArthur, 2009).

3.2.2 Lehman Brothers kollapser

USAs fjerde største investeringsbank, Lehman Brothers, var også en av bankene som fikk problemer da boligprisene falt. I perioden 2005 og 2006 var Lehman Brothers den største utsteder av verdipapirer basert på subprime-lån.

Dagen etter fallet i Bear Stearns falt aksjene i Lehman Brothers med 19 prosent. Dette gjorde at investorene forventet at Lehman Brothers var neste selskap til å gå konkurs. På dette tidspunktet uttrykte den amerikanske finansministeren Henry Paulson bekymring ovenfor Lehman Brothers og mente de trengte å finne en kjøper. Lehman Brothers var på sin side sikre på at FED tilslutt ville gripe inn ved en eventuell krisesituasjon. Fra mars til september fikk Lehman Brothers flere tilbud om å bli kjøpt opp, men avsto alle tilbud.

Under resultat sesongen for første kvartal 2008 rapporterte flere banker om store tap. Lehman Brothers rapporterte på sin side om en profitt på 489 millioner dollar (Lehman Brothers, 2008). Flere investorer var nervøse og mistenkte skjulte kostnader i regnskapet. Ratinbyråene hedret likevel Lehman Brothers prestasjoner til siste slutt. Den 15. september 2008 gikk Lehman Brothers konkurs. Konkursen var den største i amerikansk historie. Lehman Brothers hadde et netto tap på 613 milliarder dollar da de begjærte seg konkurs (Swedberg, 2009).

3.3 Kapitalmarkedets respons

Kollapsen i Lehman Brothers utløste panikk i kredittmarkedet. Selskaper og investorer med direkte interaksjon ble rammet. I tillegg spredde det seg en frykt som slo ut i økt pengemarkedsrente (Swedberg, 2009). Figur 4 viser at differansen mellom LIBOR og OIS utvidet seg kraftig samme dag. Et lite gjennomsiktig marked medførte at det var stor usikkerhet rundt hvem som satt med de utsatte verdipapirene. Dette førte til at interbankmarkedet nærmest stoppet opp over natten. Finansielle institusjoner som var avhengige av kortsiktig finansiering fra pengemarkedet ble akutt rammet. Uroen spredde seg også til de europeiske bankene som var avhengig av kortsiktig finansiering i amerikanske dollar.

Også utslaget i aksjemarkedet var markert. På samme dag som Lehman Brothers kuppet falt Dow Jones indeksen med 500 basispoeng eller 4,4 prosent. Dette var det største fallet siden 11. september 2001 (EEAG, 2009). Fallet i aksjemarkedet kan forklares med at markedet var svært nervøst. I tillegg var det høy volatilitet i aksjemarkedet under finanskrisen. Høy volatilitet i aksjemarkedet vitner om stor usikkerhet. Volatiliteten avtok i slutten av 1. kvartal 2009 (DNBNOR, 2009b).

Den 3. oktober implementerte amerikanske styringsmakter en redningspakke kalt Troubled Asset Relief Program. Denne gikk ut på at myndighetene kunne kjøpe opp tvilsomme verdipapirer ("giftige gjeld") fra finansielle institusjoner. Rammen ble satt til 700 milliarder dollar og doblet basispengemengden (Gustavson & Vinje, 2009). Tiltakspakken skulle bidra til å bedre den finansielle økonomiske situasjonen. Differansen mellom LIBOR og OIS nådde toppen midt i oktober da det amerikanske finansdepartementet annonserte at de ville intervensjonere 250 milliarder dollar i finansielle institusjoner. I de neste ukene ble det implementert flere redningspakker rundt om i verden (Taylor, 2008).

Likviditetstørken førte til en ytterligere innstramning i bankenes utlånspraksis. Både bedrifter og husholdninger fikk dermed problemer med å gjennomføre investeringer og skaffe kreditt til daglig drift. Dette skulle vise seg å medføre et markert utslag i realøkonomien andre halvår 2008.

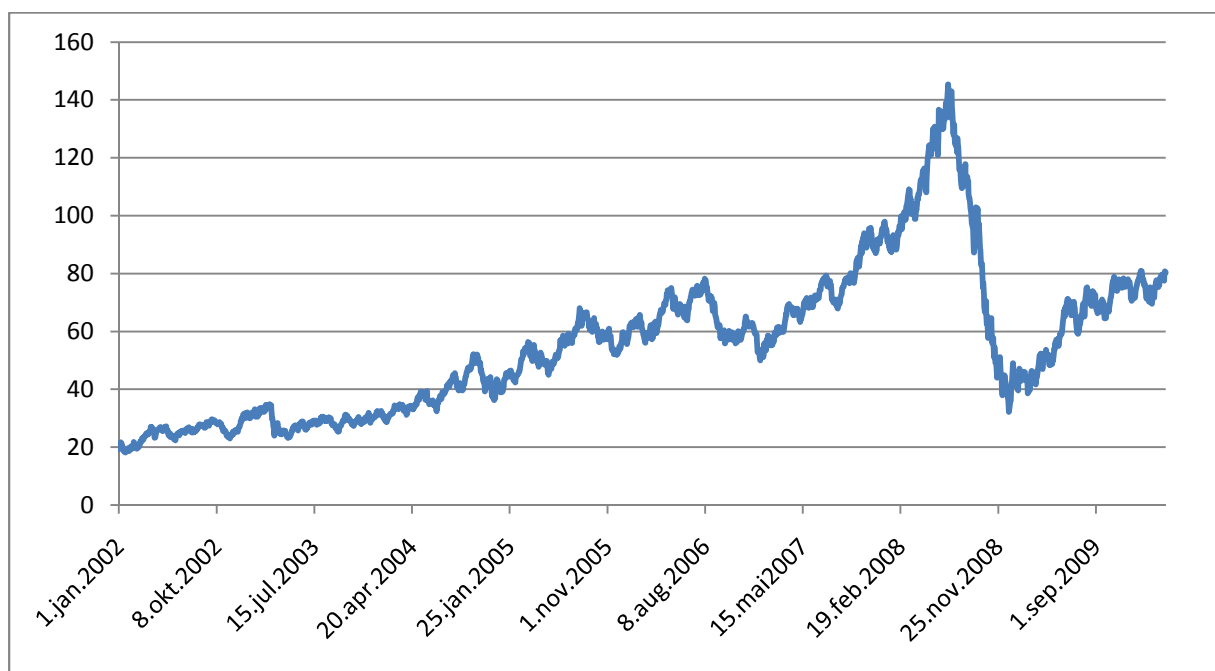
3.4 Oljeprisen

I de senere årene har oljeprisen steget kraftig. I første omgang antas denne veksten å stamme fra et uventet positivt skift i samlet etterspørsel kombinert med et negativt sjokk i tilbudet av olje. Etterspørsel etter olje har vokst samtidig med den internasjonale økonomiske veksten fra 2003 til 2007. Den økonomiske veksten har vært spesielt høy i fremvoksende økonomier. Energiforbruket i de fremvoksende økonomiene økte som følge av industrialisering og økt velstand. I perioden fra 2004 til 2008 har disse landene stått for over 90 prosent av veksten i forbruket (Akram & Winje, 2008). En annen forklaring på den stadig økende oljeprisen utover 2000-tallet er nedgangen i oljeforsyningene. Dette skyldes blant annet reduserte oljeinvesteringer mot slutten av 1990-tallet, avbrudd i oljeutvinningen i Mexicogulven og den politiske risikoen tilknyttet USAs krigføring i Irak og stadig dårligere forhold til Iran. Dette

økte risikopremien i oljemarkedet og økte prisen på olje mer en den fundamentale verdien skulle tilsi (Mohn, 2008).

Den kraftige oljeprisøkningen i første halvdel av 2008 skyldtes at oljeetterspørselen i Kina, India, Midt-Østen og Latin-Amerika fortsatt økte. Samtidig var produksjonen lavere enn forventet i flere områder. Der i blant Nigeria, Irak og Nordsjøen (SSB, 2008). Etter at oljeprisen nådde toppen på 147 dollar fatet sommeren 2008 falt prisen kraftig. Det kraftige fallet i oljeprisen skyldtes redusert etterspørsel, som en konsekvens av den internasjonale konjunkturedgangen. I desember samme år kostet et fat olje 30 dollar.

Figur 5: Oljepris (Brent Blend) i USD per fat. 1. januar 2002 – 18. mars 2010



Kilde: Norges Bank (2010).

Oljeprisen steg til litt over 77 dollar fatet ved utgangen av desember 2009. Oppgangen kan skyldes oppjusteringer av anslagene for den økonomiske veksten og oljeetterspørselen fremover. I sin månedlige markedsrapport for januar har IEA (2010) anslått at etterspørselen vil øke med 1,7 prosent i 2010. Vi noterer oss at etterspørselen etter råolje er økende, og at veksten hovedsakelig kommer fra Asia.

Akram & Winje (2008) påpeker at finansielle forhold som en svak dollar og lave internasjonale renter har bidratt til en sterk vekst i oljeprisen. De argumenterer for at lavere realrenter kan øke etterspørselen fordi det blir mindre lønnsomt å investere i rentebærende

papirer enn i råvarer og andre aktiva. Samtidig kan lave realrenter redusere tilbudet av råolje fordi det koster mindre å holde olje på lager for salg eller forbruk på et senere tidspunkt. Empirisk arbeid av Akram (2009) viser en sammenheng mellom lavere realrenter og høyere oljepriser på kort sikt.

Korrelasjonen mellom amerikanske dollar og oljeprisen har vært sterk over tid. Korrelasjonen mellom dollarverdien (vektet mot valutaen til USAs største handelspartnere) og oljeprisen var -0,82 fra januar 2001 til august 2009 (Knudsen & Saltvedt, 2009). Den negative korrelasjon impliserer at den amerikanske dollaren depresierer (appresierer) når oljeprisen øker (reduseres) (El-Gamal & Jaffe, 2008). En depresiering av dollaren gjør oljen relativt billigere målt i andre valutaer. Fra 2002 til juli 2008 steg prisen på olje med 4 ganger i dollar, mens den økte 2,5 gang målt i euro (Noreng, 2009).

Store deler av oljeforbruket i USA blir importert. Oljeprisøkningen har i løpet av de siste årene bidratt til å forverre det amerikanske handelsunderskuddet. Som en konsekvens svekket dollaren seg. Dollarsvekkelsen bidro til høyere oljepris som igjen førte til ytterligere underskudd i handelsbalansen. Dollaren var fanget i en ond sirkel mellom høy oljepris, høyere gjeld og svakere dollar (El-Gamal & Jaffe, 2008).

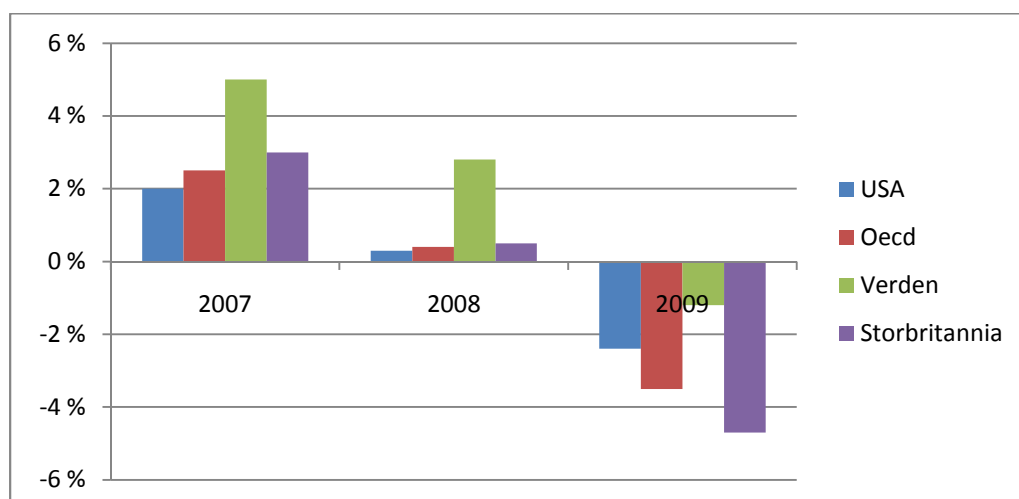
3.5 Realøkonomiske konsekvenser

Likviditetstørken slo ut i redusert tilgang på kreditt også for bedrifter og husholdninger. Det stramme kredittmarkedet hadde dermed negative konsekvenser også på realøkonomien. Verdensøkonomien var inne i en kraftig konjunkturedgang etter de to siste kvartaler i 2008 (Norges Bank, 2009a).

3.5.1 Utvikling i bruttonasjonalprodukt

USA hadde en vekstrate i BNP på 2 prosent i 2007. I 2008 hadde de en årlig vekst i BNP på 0,3 prosent. Veksten snudde til et fall i BNP på 3,8 prosent i det siste kvartalet 2008 (målt i årlig rate). I 2009 falt USAs BNP med 2,4 prosent. OECD landene hadde også en negativ utvikling. I årene 2007 og 2008 var veksten på henholdsvis 2,5 prosent og 0,4 prosent. I 2009 snudde veksten til et fall i BNP på 3,5 prosent. Storbritannia har fulgt samme mønster og hadde i 2009 et fall i BNP veksten på 4,7 prosent fra året før.

Figur 6: Årlig prosentvis vekst i BNP



Kilde: OECD (2010).

Som det kommer frem av figur 5 har veksten i verden som helhet også hatt en negativ utvikling og også her ble det registrert negativ vekst i 2009. Den negative trenden er dog noe mildere enn i de industrialiserte land isolert. Dette kommer av en relativt høy vekst i Kina og India i perioden. Kinesiske myndigheter møtte den fallende eksportraten med voldsomme stimulipakker høsten 2008 og vinteren 2009, noe som sørget for en vekst i BNP på 8 prosent i 2009. I tillegg er mye av denne veksten lånefinansiert, noe som førte til en rekordhøy investeringsrate på 50 prosent samme år (DNBNOR, 2010a).

3.5.2 Konsum, sparing og privat investering

For USA førte finanskrisen til en krattig reduksjon i husholdningenes formue. Som andel av inntekten falt nettoformuen med 150 prosentenheter fra begynnelsen av 2007 til begynnelsen av 2009. Mye skyldtes det kraftige fallet i boligprisene og etter hvert nedgangen på børsen. Fallet var på henholdsvis 10 prosent og 40 prosent i 2008 (DNBNOR, 2009b).

I USA utgjør det privat konsumet i overkant av 70 prosent av økonomien. Konsumet bremsset kraftig opp etter at Lehman Brothers kollapset. I 2007 var veksten i privat forbruk på 2,8 prosent, mens veksten i 2008 og 2009 var negativ med henholdsvis 0,2 og 0,5 prosent (DNBNOR, 2010a). Oppbremsingen skyldes en svak utvikling i realinntektene som en konsekvens av at inflasjon var relativt høy gjennom det meste av 2008. Samtidig steg arbeidsledigheten i perioden.

En svekket formue og svakere inntektsutvikling bidro til at husholdningen økte spareraten og reduserte gjelden. Spareraten økte fra 1,7 prosent januar 2008 til 4,4 prosent oktober 2009. Gjeldsraten (målt som andel av disponibel inntekt) har falt fra 130 prosent i begynnelsen av 2008 til 123 prosent tidlig 2010 (DNBNOR, 2010a).

Kredittinnstramming og skyhøye rentepåslag har gjort det vanskelig for bedrifter og husholdninger å finansiere investeringer. Private investeringer var på 6,2 prosent i 2007. I 2008 og 2009 var investeringene henholdsvis 1,6 prosent og – 18,1 prosent (DNBNOR, 2010a). Svakere utsikter for økonomien og lavere global etterspørsel ga utslag i lavere kapasitetsutnyttelse og trakk i retning av lavere realinvesteringer.

3.5.3 Industriproduksjon og internasjonal handel

Finanskrisen rammet realøkonomien på flere områder og førte til fall både i industriproduksjonen og internasjonal handel. Fra juni til november 2008 falt industriproduksjonen med 18 prosent målt i årlig rate i USA. Dette er det største fallet siden skipsfartskrisen i 1975. Samtidig var det en markert nedgang i etterspørselen etter eksportvarer fra alle industriproduserende land. Sverige, Tyskland, Japan, Frankrike og Storbritannia hadde alle fall i industriproduksjonen på linje med USA i perioden (DNBNOR, 2009a).

Det var tydelig at avhengighetsforholdet mellom overskuddsland og underskuddsland hadde ført til en synkronisert global nedgangskonjunktur. I så måte var det industriproduksjonen og størrelsen på eksportsektoren som avgjorde hvert lands eksponering mot nedkonjunkturen. Den svært lave investeringsetterpørselen i de industrialiserte landene førte til at land som i stor grad produserer og eksporterer investeringsvarer registrerte et markert fall i BNP-veksten. I Europa gikk svikten i investeringsraten hardest utover Sverige og Tyskland, som også i stor grad har basert sin økonomi på eksport av kapitalvarer. Også Frankrike og Storbritannia hadde markerte fall i industriproduksjonen i perioden.

3.5.4 Arbeidsledigheten

Den lave etterspørselen og produksjonen førte til at arbeidsledigheten steg markert i flere land. I de industrialiserte landene steg arbeidsledigheten fra 5,5 prosent i begynnelsen av 2008 til 9,25 prosent ved utgangen av 2009. Dette førte til at ledigheten var på det høyeste nivået i etterkrigstiden (DNBNOR, 2010a).

USA hadde en økning i arbeidsledigheten fra 4,6 prosent i 2007 til 9,4 prosent i mai 2009. I Europa har land som er eksponert mot industrieksport merket økningen i arbeidsledigheten sterkt. Sverige hadde en ledighet på 9,1 prosent i mai 2009, mens Tyskland hadde en ledighetsrate på 8 prosent etter første kvartal 2009. Storbritannia har ikke opplevd den sterkeste oppgangen i ledigheten, men har gått fra en ledighet på 5,4 prosent i 2007 til en ledighetsrate på 7,2 prosent i første kvartal 2009 (OECD, 2009a).

Arbeidsledighet er en ettersyklisk variabel og tenderer dermed til å øke i årene etter at en finanskrisen bryter ut. I et historisk perspektiv er det av Reinhart & Rogoff (2009) gjort arbeid som viser at arbeidsledigheten stiger med gjennomsnittlig 7 prosent i løpet av om lag 5 år etter en krise bryter ut. Det er dermed sannsynlig at ledigheten fortsatt vil stige noe i årene som kommer.

3.5.5 Produksjonsgap

Finanskrisen har ført til en reduksjon i faktisk produksjon i de fleste land og etter hvert har man gått fra en periode med positive produksjonsgap til en situasjon der faktisk produksjon er lavere enn den potensielle produksjon i internasjonal skala. Både USA og Storbritannia har produsert under trenden for produksjon i 2007, 2008 og 2009. Produksjonsgapet som prosent av potensiell produksjon er anslått å være negativ med henholdsvis 4,5 prosent og 4,9 prosent i 2009 (OECD, 2009a).

Både Tyskland og Sverige hadde positive produksjonsgap i 2007 og 2008, men begge registrerte en betydelig reduksjon i 2009. Gapene er anslått å være negative med henholdsvis 3,6 prosent og 5,9 prosent ved utgangen av 2009. De samme tendensene ser man i resten av de industrialiserte landene (OECD, 2009a).

3.6 Politisk respons

En slik utvikling i produksjonsgapet inviterer til ekspansiv pengepolitikk. Flere sentralbanker rundt om i verden kuttet også kraftig ned på rentene ettersom en nedadgående trend i råvareprisene fjernet den siste inflasjonsfrykten.

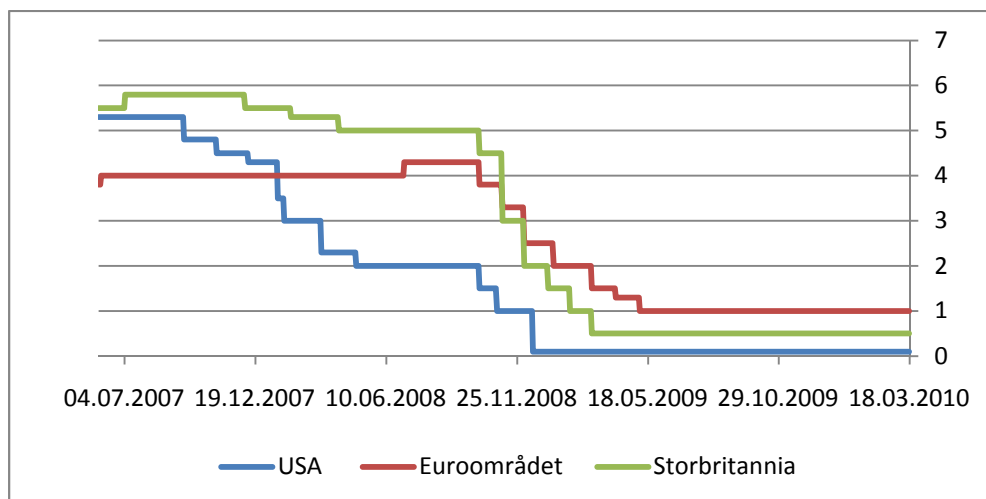
FED satt ned styringsrenten tre ganger allerede høsten 2007. De kuttet videre to ganger i januar 2008, med henholdsvis 0,75 og 0,5 prosentpoeng. Videre satt de renten ytterligere ned i mars og april samme år. FED begrunnet dette med at inflasjonen justert for mat og energi

holdt seg stabilt relativt lav. De tok dermed ikke nevneverdig hensyn til den kraftige stigningen i råvareprisen i perioden. FED kuttet styringsrenten med hyppige steg utover 2008 og har holdt renten på et svært lavt nivå på mellom 0 og 0,25 prosentpoeng siden desember 2008.

Den britiske sentralbanken tok større hensyn til stigende inflasjon. Etter at de hadde satt ned renten fra 5,75 prosentpoeng i desember 2007 til 5 prosentpoeng i april 2008 holdt de renten uendret gjennom sommeren. På høsten 2008 satt de der i mot styringsrenten ned i flere store steg. På rentemøte i mars 2009 ble styringsrenta satt ned til 0,5 prosentpoeng.

ECB holdt også renten stabil på 4 prosentpoeng gjennom sommeren 2008 før de faktisk satt den opp med 0,25 prosentpoeng sensommeren samme år. Etter dette ble styringsrenten satt ned med hyppige steg til en tilsynelatende bunn på 1 prosentpoeng mai 2009.

Figur 7: Internasjonale styringsrenter, tall i prosent



Kilde: Norges Bank (2009e, 2010).

3.6.1 Nullrentepolitikk

I en artikkel viser Bernanke (2004) flere eksempler på hvordan man kan stimulere markedet med aktiv nullrentepolitikk. Sentralbanker kan påvirke rentekurven og presse den lange renten ned ved å kommunisere at de ønsker en lav rente over en lengre periode. Dermed forventer markedet at renten holdes lav. Gjennomslaget på markedsrenten avhenger av sentralbankens troverdighet i markedet.

Et eksempel er å knytte pengepolitikken opp mot makroøkonomiske variable. Dette gjorde Japan i 2001 da styringsrenten var nær null. På den tiden informerte sentralbanken markedet

at renten ville bli holdt nær null så lenge det var deflasjon. På den måten kan sentralbanken informere markedet om at de ønsker å holde renten lav til gitte målnivåer på inflasjon og produksjon.

Et annet alternativ omfatter endringer i sentralbankens balanse ved å endre på sammensettingen på porteføljen. Dette kan gjøres ved å bytte sikrede statspapirer mot mindre sikrede papirer eller endre durasjon på porteføljen. Slike endringer kalles kvalitative lettelsers og innebærer ingen økning i pengemengden. Kvalitative lettelsers ble foretatt av flere sentralbanker under finanskrisen. Blant annet solgte FED statspapirer i stor grad. I oktober 2008 hadde de ikke flere statspapirer å selge (DNBNOR, 2009a.)

I tillegg til å senke rentenivået utførte flere sentralbanker kvantitative lettelsers. Dette gjaldt særlig den europeiske, engelske, japanske og amerikanske sentralbanken. Kvantitative lettelsers har som formål å øke pengemengde (M0) og kredittveksten. Dette betyr at M0 øker, noe som i prinsippet skal øke innskuddet i bankene og føre til økte utlån (Bruce, 2009). Ved å tilføre likviditet inn i markedet gjennom kjøp av verdipapirer eller obligasjoner vil rentene falle og aktivaprisene stige. Prisene vil også kunne tilta på grunn av den direkte økte etterspørselen når investorene vil gå ut av statspapirer og inn i andre aktiva (DNBNOR, 2009c).

Styresmakter kan finansiere ekspansiv finanspolitikk ved å trykke penger. På denne måten unngår man de negative konsekvensene ved kjøp av verdipapirer eller obligasjoner. Som tidligere nevnt kan økonomien gå inn i en uheldig situasjon hvor styringsrenten er nær null og inflasjonen fallende. Kvantitative lettelsers kan hindre at situasjonen utvikler seg til en negativ deflasjonsspiral. En nedgang i prisnivået forsterker en resesjon. Som en konsekvens av fallende priser utsetter aktører sine kjøp, realrenten øker og realverdien av gjelden stiger. Normalt skyldes fallende priser nedgang i lønninger og overskudd, som også er negativt for etterspørselen.

Sentralbanker bør være konsekvente dersom de velger å øke M0. Dette fordi politikken på et eller annet tidspunkt må reverseres, noe som antagelig medfører høyere renter. Den største risikoen knytter seg likevel til at en langvarig ekspansiv politikk kan resultere i at inflasjonen kommer ut av kontroll.

3.7 Restrukturering og reregulering

Når man nå ser utgangen av finanskrisen og begynner å skifte fokus til de langsiktige konsekvensene er det naturlig også å diskutere eventuelle restruktureringer og rereguleringer for å skape langsiktig stabilitet i det finansielle markedet.

3.7.1 Sentralbankens mandat

Amerikanske myndigheter reddet flere av de store selskapene før Lehman Brothers gikk konkurs. Fellesneveren for disse er at de antas å ha systematisk innvirkning på økonomien som helhet. Grunnen til dette er både at enkelte selskaper har blitt svært store, men også at de store selskapene er gjensidig avhengig av hverandre gjennom kompliserte selskapsforhold. Dette har ført til usikkerhet i markedet og investorer har problemer med å forutsi hvem som vil få statlig hjelp og hvem som ikke gjør det.

Flere økonomer har uttrykt at en finansiell krise krever at ledelsene for selskapene tar tapet selv. Dette innebærer at man bytter ut ledelser og finner det nøyaktige tapet og hvor det ligger i en tidlig fase. Økonomen Allan Meltzer sa det slik ”Capitalism without failure is like religion without sin” (Hoenig, 2009, s.5). Hoenig (2009) påpeker at det har vist seg at i kriser der man ikke har reddet store institusjoner har selskaper byttet ut eller avviklet ledelsen. Samtidig har veien ut av krisen vist seg å gå raskere, med mindre skattebyrde på det private markedet.

Sentralbanken har også møtt kritikk for å holde renten for lav i en periode mellom 2002 og 2006. Det er da særlig konsekvensene dette hadde for akkumuleringen i formuesprisene som står sentralt. Det ligger naturligvis en avveining, også for FED, mellom stabil inflasjon og stabil utvikling i realøkonomiske variable. En diskusjon blir om sentralbanken la for lite vekt på utviklingen i det finansielle markedet når det satt rentene i denne perioden. I ettertid virker det klart at sentralbanken burde ha et mandat for å skape stabilitet i det finansielle markedet. Og dermed implementere dette, med større vekt, i sitt reaksjonsmønster.

3.7.2 Reregulering av bankene

Etter finanskrisen har flere stilt spørsmål ved skyggebankenes rolle. Dette er banker som i utgangspunktet utførte vanlige bankfunksjoner som salg av sammensatte verdipapirer og lån. Likevel opererte disse bankene uten reguleringer, som andre banker er pålagt. EEAG (2009) argumenterer for en internasjonal reguleringsstandard for store finansielle institusjoner. Dette fordi konsekvensen av at et stort selskap går konkurs har vist seg å ha betydelige innvirkninger i markedet som helhet.

I samme rapport hevder EEAG (2009) at kjerneproblemet ligger i vurderingen av risiko. Blant annet gjelder dette ratingbyråenes tendering til å overvurdere verdien av finansielle aktiva. Det argumenteres for at det kan ha oppstått interessekonflikter siden ratingbyråene var lønnet av utstederne, ikke av investorene. EEAG (2009) oppfordrer til åpenhet i form av synliggjøring av risiko ved å forbedre informasjonen til investorene.

Som tidligere nevnt hadde flere banker og institusjoner høy eksponering og lav egenkapital i perioden før krisen. I ettertid virker det klart at nye regler bør garantere for høyere kapitaldekning for eierne. Et av argumentene er at eierne da har mer egenkapital på spill og vil risikere å tape mer. Tidligere kunne de skyve tapet over på kreditorer og skattebetalerne. Dermed vil eierne kunne kreve at styret tilrettelegger en forretningsmodell med en mindre risikofylt profil.

3.7.3 Det finansielle markedet og insentivsystemer

Når det gjelder det finansielle markedet er det gjerne reguleringer til et mer gjennomsiktig marked som er stikkordet. Grunnlaget for dette ligger i det faktum at det i tiden før og under finanskrisen har vist seg at reguleringen av det finansielle markedet ikke medførte samsvar mellom selskapets preferanser og preferansene til investorer og aksjeeiere. Som Greenspan sa det:

I made a mistake in presuming that the self-interest of organisations, specifically banks and others, was such that they were best capable of protecting their own shareholders” (EEAG, 2009, s. 99).

I tillegg er reguleringer av lønningssystemer for det finansielle markedet oppe til diskusjon. Der man tidligere belønnet ansatte med høye bonuser for gevinster på kort sikt, var det ingen fare for straff for feilslåtte investeringer i overskuelig fremtid. Flere forslag er fremmet for å regulere dette problemet. I første omgang går dette ut på å forene insentivene mellom ledelsen og styrerrommet med selskapets aksjeeiere og investorer. En mulig løsning er å fjerne, eller begrense, de høye kortsiktige bonusordningene med belønningssystemer etter avkastning på aksjer i selskapet som den ansatte må holde over tid, også i tilfeller der den ansatte forlater selskapet.

4. Norge og finanskrisen

I denne delen ønsker vi å ta et rask historisk tilbakeblikk på det norske konjunkturbildet. Vi ønsker å legge vekt på de forholdene som har bidratt til endringer i den økonomiske politikken og konjunkturbildet i norsk økonomi. Videre setter vi søkelys på utviklingen i renten, petroleumsvirksomheten og kredittmarkedet, altså faktorer som bidrar til å forklare utfallet av finanskrisen i Norge. Kapittelet vil avsluttes med en nærmere analyse av utslag i realøkonomien, inflasjonen og lønnsdannelsen.

4.1 Historisk tilbakeblikk

4.1.1 Asia-krisen og økonomisk politisk omlegging

Norsk økonomi opplevde en sterk vekstperiode fra 1993 frem til høykonjunktoren ble avbrutt av uro i det internasjonale kapitalmarkedet i forbindelse med Asia-krisen (1997-1998).

Kombinasjonen av en særnorsk kostnadsvekst etter lønnsoppgjøret i 1998 og svekket konkurransevne, impliserte valutakursdepresiering og økte pengemarkedsrenter på denne tiden (Norges Bank, 2000).

Asia-krisen oppstod som følge av liberalisering av kapitalbevegelser tidlig på 1990-tallet. Dette medførte store kapitalinnganger. Kapitalinnstrømmingene bidro til en markert kredittvekst og spekulasjonsaktige investeringer i ulike aktiva. Aktivaprisene økte og fristet investorene til ytterligere kredittinvesteringer (IMF, 1999). Tendensen snudde imidlertid sommeren 1997 da Thailand opplevde stor kapitalutgang. Resultatet var kraftige depresieringer, ytterligere kapitalutstrømning, internasjonale hjelpepakker, reduksjon i investeringsnivået, nedgang i økonomisk aktivitet og politiske endringer i flere sørasiatiske land (Tenold, 2002).

I Norge forsøkte sentralbanken å forsvare kronekursen uten å lykkes i særlig grad. Resultatet ble en mer enn fordobling av styringsrenten gjennom Asia-krisen. Dette medførte en reduksjon i produksjon og kapasitetsutnyttelse. Produksjonsgapet ble redusert, men var fremdeles positivt. Kronesvekkelsen var først og fremst i strid med solidaritetsalternativet³ (Cappelen & Eika, 2010).

³ Solidaritetsalternativet innebærer en styrkelse av konkurransevne og lavere arbeidsledighet gjennom moderate lønnsoppgjør og aktiv styring av finans-, penge- og arbeidsmarkedspolitik.

Erfaringer fra Asia-krisen og implementeringen av solidaritetsalternativet bidro til omlegging av norsk økonomisk politikk. Norsk pengepolitikk gikk dermed fra valutakursmål til inflasjonsstyring. Norges Bank kunne dermed gjennomføre en svært ekspansiv pengepolitikk gjennom 1999. I løpet av ni måneder ble renten satt ned fem ganger med i alt 2,5 prosentpoeng. Dette bidro til at høykonjunktoren varte i noen år til. Det var først i 2001 at Norge innførte et eksplisitt inflasjonsmål på 2,5 prosent (Cappelen & Eika, 2010).

Et annet viktig argument for omlegging av norsk økonomisk politikk var størrelsen på Statens Pensjonsfond Utland. Fondet hadde vokst siden den første nettoavsetningen i 1996. Synliggjøringen av innskuddene førte til svekket finanspolitisk disiplin. Politikerne ble fristet til å overby hverandre for å vinne velgernes gunst. Dermed ble handlingsregelen innført i 2001 (Benedictow, 2006).

For det norske konjunkturforløpet har Asia-krisen flere likhetstrekk med de siste årenes resesjon. Begge krisene førte til lavere aggregert etterspørsel og fallende eksport. I tillegg deprecierte kronkursen substansielt og pengemarkedsrenten var i en stigende trend. Norge var heldig med at oljeprisen snudde raskt etter et kraftig fall under begge krisene. I tillegg var finanspolitikken svært ekspansiv også under Asia-krisen. For norsk økonomi var utslaget i realøkonomien moderat sett i forhold til andre OECD-land ved begge krisene.

Den store forskjellen finner vi i den pengepolitiske responsen under krisene. Norges Bank hevet styringsrenten under Asia-krisen, mens de under finanskrisen satte den ned. Erfaringer fra Asia-krisen har dannet grunnlaget for nye regler i den økonomiske politikken.

4.1.2 Importert inflasjon og billig arbeidskraft

I løpet av det siste tiåret har endringer i organiseringen av internasjonal økonomi bidratt til endringer også for norsk økonomisk politikk og konjunkturutvikling. Særlig Kinas inntreden i verdenshandelen og utvidelsen i EU østover er to forhold som har påvirket norsk økonomi utvikling.

Kinas inntreden i World Trade Organization (WTO) i 2000 bidro til lavere importert inflasjon og høyere reallønnsvekst også i Norge. I følge Eika (2008) har Kina-effekten sammen med høy etterspørsel fra husholdningene og offentlig sektor bidratt til at nedgangen under IT-krisen ble relativt moderat.

En annen viktig internasjonal endring var utvidelsen i EU østover i 2004. Under konjunkturoppgangen, fra midten av 2000-tallet, var tilgangen på billig arbeidskraft fra nye EU-land markert. Dette bidro til å lette presset i økonomien, særlig innenfor service- og byggefagene. Med andre ord hadde økt tilbud av billig arbeidskraft muliggjort en sterk vekst i etterspørselen uten at dette la press på inflasjonen (Cappelen & Eika, 2010).

Bidraget fra de internasjonale endringene førte til at Norge hadde lav prisvekst i 2000-tallets første tiår. I tillegg førte endringene til økt produksjon og inntekt. For Norge har Kinas inntreden bidratt til en bedring i bytteforholdet overfor utlandet. Den sterke veksten i Kina har også vært gunstig da inntekten i norsk økonomi i stor grad er basert på eksport av råvarer.

Disse faktorene representerer et tilbudssidesjokk for norsk økonomi. Dette er gjerne en situasjon der det blir en målkonflikt mellom utviklingen i inflasjon og produksjon.

Rentesettingen blir dermed avhengig av sentralbankens vektlegging av produksjonsgapet kontra inflasjonsgapet.

4.1.3 Renteutviklingen

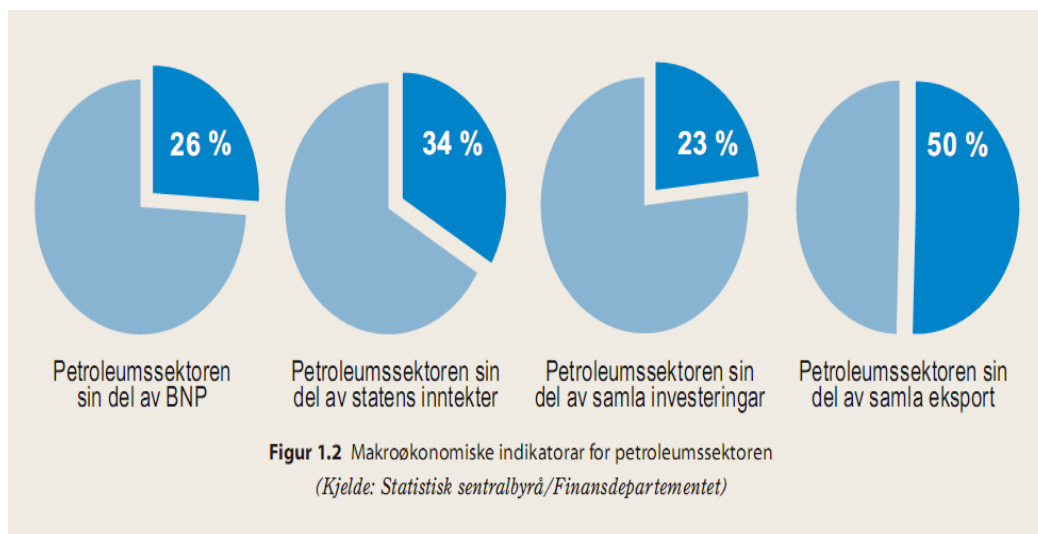
Selv om aktivitetsnivået, produksjonen og etterspørselen var høy og isolert tilsa en relativt høyere styringsrente, førte den lave importerte inflasjonen til at Norges Bank holdt et lavt rentenivå i perioden. Fra et nivå på 7 prosent i 2002 satt Norges Bank renten ned til 1,75 prosentpoeng i mars 2004. Det er i denne sammenhengen ytret at sentralbanken la for stor vekt på stabil inflasjon og holdt et for lavt rentenivå i opptakten til finanskrisen (Gustavson & Vinje, 2009).

Norges Bank begynte en prosess med å sette styringsrenten opp med små og ikke hyppige steg sommeren 2005. Grunnlaget for dette var at tilstrammingen i arbeidsmarkedet begynte å gi tiltakende pris og lønnspress. Etter hvert viste det seg at også kapasitetsutnyttelsen i økonomien var svært høy. Faren for press på inflasjonen ble dermed vurdert som større og de små renteskrittene ble hyppigere. 25. juni 2008 nådde renten toppen med 5,75 prosentpoeng.

4.2 Petroleumsvirksomheten

Petroleumsvirksomhet i Norge har gjennom 40 år bidratt med en samlet salgssinntekt på godt over 7000 milliarder kroner⁴ (Olje- og energidepartementet, 2009). Samtidig antas det at vi har utvunnet 38 prosent av det man regner som de samlede ressursene på norsk kontinentalsokkel. Dette gir rom for verdiskapning i denne sektoren også i mange år fremover.

Figur 8: Petroleumsvirksomhetens omfang i norsk økonomi



Kilde: Olje- og energidepartementet (2009).

Det er åpenbart at petroleumsvirksomheten spiller en viktig rolle for norsk økonomi. Endringer i oljeinvesteringer påvirker norsk konjunktur og er dermed spesielt viktig for stabiliseringspolitikken. Petroleumsinvesteringene har bidratt til å forsterke konjunkturutslagene i Norge. I følge Mohn (2007) kan en halvering av petroleumsinvesteringene fra et år til et annet redusere BNP-veksten med 3 prosentpoeng, selv før ringvirkningene slår inn. I 2008 utgjorde investeringer i petroleumssektoren 23 prosent av samlede investeringer.

Norge var i 2008 verdens 5. største eksportør av olje og eksporterte omlag 2,5 millioner fat olje per dag (inkludert NGL og kondensat). Eksporten fra petroleumsvirksomhet utgjorde samtidig 50 prosent av samlet eksport fra Norge. Verdien var på 600 milliarder norske kroner. Noe som er 15 ganger mer en eksportverdien av fisk.

⁴ Målt i 2009 kroner.

Norge er den nest største eksportøren av gass til Europa bak Russland. I følge Olje- og energidepartementet (2009) er de totale utvinningsbare ressursene på norsk sokkel 13,4 mrd standard kubikkmeter oljeekvivalenter (sm³ o.e.). Produksjonen av naturgass utgjorde om lag 40 prosent av petroleumsvirksomheten i 2008. Det antas at denne andelen vil vokse betydelig i årene som kommer.

4.3 Kredittmarkedet

Kredittilsynet⁵ har konkludert med at norske banker i liten grad var direkte allokert i markedet for subprime-lån og hedgefond. I den grad norske banker løp en risiko for å bli direkte rammet av subprime-krisen lå det i integrasjonen norske banker hadde med internasjonale finansielle institusjoner og eksponeringen mot det internasjonale pengemarkedet.

Norske bankers innlån av utenlandsk valuta hadde økt i en periode frem mot 2008. Dette gjorde norske banker mer sårbare for uro i det internasjonale markedet. Norske banker har en relativt sterk positiv korrelert pengemarkedsrente og risikopåslag mot USA. Når en norsk bank ønsker å låne et beløp i kroner på det internasjonale markedet gjøres dette ved at banken først låner et tilsvarende beløp i dollar, samtidig gjøres det en avtale om tilbakekjøp på et senere tidspunkt. Denne prisen er avhengig av valutakursen i terminmarkedet på forfallsdato.

Om lag halvparten av de norske bankene hadde negative resultater siste kvartal 2008 (Kredittilsynet, 2009).

Bankens resultater bedret seg gjennom 2009 og i de to siste kvartalene var resultatene relativt gode. Bedringen i resultatene kommer fra flere forhold. En av de viktigste virker å være tilbakeføring av tidligere nedskrivninger på verdipapirporteføljen. Utlånstapene var også lavere enn forventet i 2009. Beholdningen av misligholdte lån var lavere i norske banker enn i andre land. I Norge utgjorde utlånstapene 0,45 prosent av brutto utlån de første to kvartalene av 2009 (Norges Bank, 2009c).

Etter bankkrisen på 90-tallet hadde egenkapitaldekningen i norske banker økt. Dette har gjort at kapitaldekningen har vært høyere i Norge enn i andre land og ga norske banker et fortrinn

⁵ Kredittilsynet endret navn til Finanstilsynet 21. desember 2009.

når det kom til å møte finanskrisen. Konsekvensene for norske banker har også vært mindre omfattende enn for banker i det internasjonale markedet.

4.3.1 Utslag i pengemarkedet

Finansnæringen merket uroen i form av både vanskeligere tilgjengelighet og dyrere markedslån fra utenlandske aktører tidlig i 2008. Den økte pengemarkedsrenten og det økte risikopåslaget gjorde at bankens finansiering ble dyrere og la press på høyere inntjening. Dermed ble tilgangen på likviditet sterkt redusert.

Her hjemme opplevde vi svært høye og volatile rentepåslag som følge av at de internasjonale risikopåslagene smittet over i det norske markedet. En endring i forventningene til amerikanske styringsrenter endret pengemarkedsrenten på dollaren og påvirket også det norske interbankmarkedet. Tilsvarende påvirkes de norske pengemarkedsrentene også av forventninger til norske styringsrenter. Her hjemme var differansen mellom pengemarkedsrenten og styringsrenten 2 prosent på det høyeste, i september 2008 (DNBNOR, 2009a).

Etter dette har påslagene falt samtidig med de internasjonale påslagene. Fall i internasjonale rentepåslag kan tilskrives myndighetenes og sentralbankenes tiltak mot økonomisk nedgang. Tiltakene bidro til å styrke tillitten i markedet.

4.4 Utslag i realøkonomiske variable

Vi skal i det følgende se nærmere på hvordan finanskrisen slo ut i innenlands etterspørsel i Norge gjennom 2008 og 2009. Vi vil ta utgangspunkt i generalbudsjettlikningen for samlet etterspørsel å se på hver enkelt faktors bidrag til utviklingen i produksjon og etterspørsel.

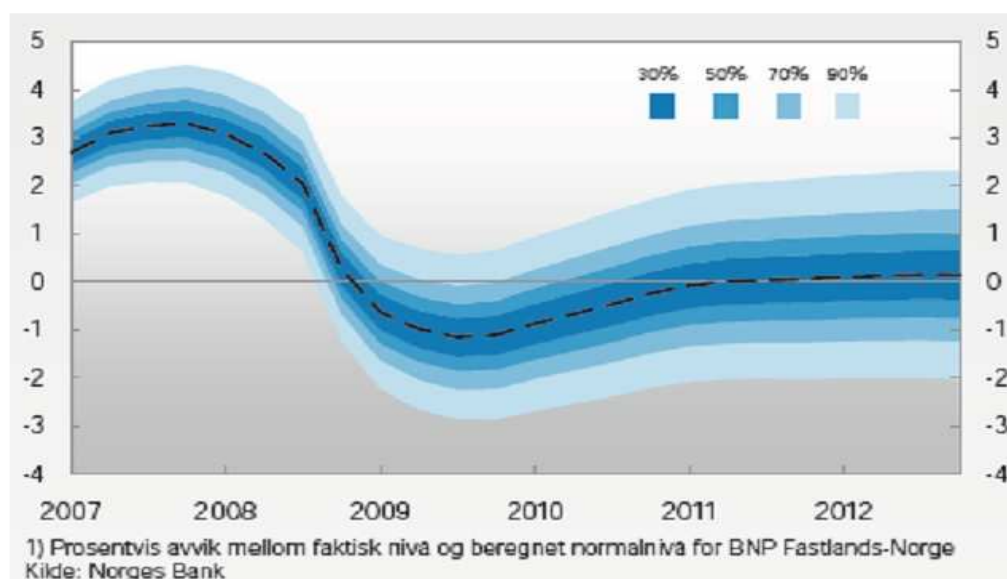
Vi skal ta utgangspunkt i en sammenheng mellom innenlands etterspørsel og ulike makroøkonomiske variable på denne formen:

(3.1) $Y = C + I + G + (A - B)$, der Y er samlet innenlands etterspørsel, C er privat forbruk, I er investeringer, G er offentlig forbruk, A er eksport og B er import. Dermed representer uttrykket $(A - B)$ nettoeksport.

4.4.1 Innenlands etterspørsel

Nedgangen i fastlandsøkonomien gjorde utslag i redusert faktisk produksjon og etterspørsel. Som det kommer frem av figur 9 har Norge vært inne i en nedgangskonjunktur siden 2007. 3. kvartal 2008 gikk norsk økonomi over fra en situasjon med positivt produksjonsgap til en situasjon der faktisk produksjon var lavere enn det potensielle nivået for produksjonen. Nedgangen fortsatte til og med 1. kvartal 2009. I de tre siste kvartalene 2009 var det en svak oppgang i BNP. Fra 3. kvartal til 4. kvartal var veksten på 0,3 prosent.

Figur 9: Produksjonsgapet i fastlands-Norge



Kilde: Norges Bank (2009e.)

Tendensen snudde altså i løpet av 2009. Faktisk produksjon ser nå ut til å være i en oppadgående tendens. Norge er inne i en lavkonjunktur, men positive tendenser i faktisk produksjon impliserer en oppgangskonjunktur. Anslagene fra Norges Bank impliserer at produksjonsgapet igjen vil lukkes i 2011. Norge antas dermed å gå fra en lavkonjunktur til en høykonjunktur i løpet av det året.

Både BNP og BNP fastlands-Norge gikk ned med 1,5 prosent fra 2008 til 2009.

4.4.2 Privat forbruk

En oppgang i rentene gjennom 2008 førte til at renteutgiftene i norske husholdninger steg med 34 prosent samme år. Dette førte til lavere disponibel inntekt og dermed lavere privat forbruk. Fra en vekst på 6 prosent i 2007, var veksten i det private forbruket kun 1,4 prosent i 2008

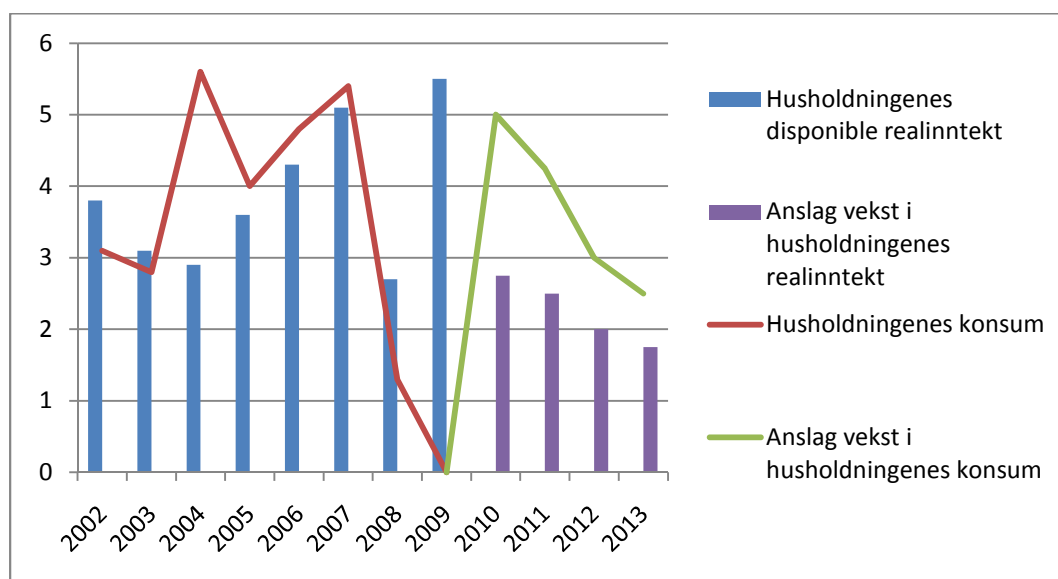
(st.meld.nr. 1 (2009 - 2010)). Som det kommer frem fra figur 9 var veksten i disponibel inntekt også betydelig lavere i 2008 enn i 2007.

En relativt lavere disponibel inntekt, i kombinasjon med svakere utsikter for økonomien, resulterte i at spareraten økte fra 0,4 prosent i 2007 til 2,1 prosent 2008. Til tross for lavere renteutgifter økte spareraten til husholdningene til 7,2 prosent i 2009 (DNBNOR, 2010a). Dette skyldes antagelig et behov for konsolidering blant husholdningene samt svakere utsikter for økonomisk utvikling.

Lavere rente i kjølevannet av finanskrisen, kombinert med lav inflasjon og høy lønnsvekst, bidro til at veksten i disponible realinntekter økte fra 3,1 prosent i 2008 til 4,8 prosent i 2009 (SSB, 2010a). Det private forbruket hadde også en positiv utvikling i 2009. Etter en svak start økte forbruket. Den årlige veksten endte på 0,3 prosent (st.meld.nr. 1 (2009 - 2010)). Det raske oppsvinget i forbruket skyldes antagelig renteeffektene av kraftige rentekutt. Denne effekten er sterk i Norge siden de fleste husholdningene har tatt boliglån med flytende rente. Samtidig har norske husholdninger en relativt høy gjeldsgrad. I så måte har det lave rentenivået forbedret husholdningenes disponible inntekt og forbruk markert. I tillegg har statens finansielle pakker til bankene også bidratt til bedre lånemulighetene for husholdningene (DNBNOR, 2009b).

En konsekvens av høy gjeldsgrad og flytende rente er sårbarheten ovenfor renteøkninger. Dette kan øke sjansen for konsolidering i husholdningene. Høyere styringsrente på sikt kan trekke i retning av økt sparerate, særlig dersom rentene skulle ta seg raskere opp enn forventet. Likevel estimerer Norges Bank (2010) at spareraten vil falle fra 5,75 prosent i 2009 til noe under 4 prosent i 2010.

Figur 10: Husholdningenes disponible realinntekt og konsum. Vekst fra året før. Prosent



Kilde: Norges Bank (2010).

4.4.3 Investeringer

4.4.3.1 Petroleumsinvesteringer

Siden 2003 har oljeinvesteringene økt med 60 prosent i Norge. Investeringene fortsatte også å øke gjennom 2008 og inn i 2009. I 2008 ble det investert 123.9 milliarder kroner i petroleumsvirksomheten (SSB, 2009b). Den stadige veksten i oljeinvesteringene skyldtes at lønnsomheten av nyinvesteringer ble vurdert som god til tross for at oljeprisen falt og var betydelig lavere enn det man opplevde fram til sommeren 2008.

Petroleumsinvesteringene holdt seg på et høyt nivå relativt lenge. I 1. kvartal 2009 nådde petroleumsinvesteringene en rekordnotering. Etter dette har investeringene avtatt noe. Grunnen til dette er at fallende oljepriser i andre halvdel av 2008 etter hvert skapte usikkerhet rundt lønnsomheten til investeringsprosjekter. Denne usikkerheten bidro til at flere prosjekter ble utsatt i 2009 samtidig som nye prosjekter ikke avløste gamle. Da oljeprisen begynte å stige igjen ble denne usikkerheten redusert (SSB, 2010a).

I 2009 var investeringer i petroleumsvirksomhet på 135,1 milliarder kroner. Dette var 9,1 prosent høyere enn i 2008. Den relativt gode sluttnoteringen kan delvis tilskrives at boreaktiviteten var usedvanlig høy i 1. kvartal (SSB, 2010b).

Videre inn i 2010 forventer SSB (2010a) fall i petroleumsinvesteringene, mens investeringene antas å ta seg opp igjen i 2012 og 2013. Disse anslagene er basert på usikre faktorer som fremtidig oljepris og internasjonal aktivitet.

4.4.3.2 Industri

De samlede investeringene i fastlandsnæringen ble fordoblet fra 2003 til 2008. Investeringene har falt hvert kvartal siden 2. kvartal 2008. Fra 2008 til 2009 falt investeringen i industrien med 14,5 prosent i årlig gjennomsnitt. Samtidig har svikt i etterspørselen satt lønnsomheten til bedriftene under press. Konkurransutsatt industri registrerte et kraftig fall i ordretilgangen i kjølevannet av den internasjonale nedgangskonjunkturen. Dette bidro til lavere kapasitetsutnyttelse ettersom store investeringer hadde ført til økt produksjonskapasitet i perioden 2007 til 2008 (SSB, 2010c).

Fallet i etterspørselen skapte stor usikkerhet om fremtiden. Særlig eksportnæringen har blitt hardt rammet. I perioden fra 2008 til 2009 falt samlede bruttoinvesteringer i industri og bergverksdrift med 29,1 prosent. Fallet for både annen vareproduksjon og annen tjenesteytende næringer falt med om lag 10 prosent samme år (SSB, 2010a).

I følge investeringsanslagene i SSB (2010a) forventes det ytterligere nedgang i industriinvesteringene på om lag 17 prosent i 2010. For perioden 2011 til 2013 antas det at bedre konjunkturer og en normalisering av kredittmarkedet kan løfte opp industriinvesteringene med rundt 5-6 prosent årlig.

4.4.3.3 Eiendom

Det var en sterk vekst i boliginvesteringer fra slutten av 2003 til 2. kvartal 2007. Denne veksten ble drevet av høy inntektsvekst, lave realrenter og høy vekst i boligprisene (SSB, 2008).

I følge Jacobsen, Solberg-Johansen & Haugland (2006) er boliginvesteringene positivt avhengig av boligpriser. Økte boligpriser gjør det mer lønnsomt å bygge nye boliger og øker boliginvesteringene og boligkapitalen. Boliginvesteringene er negativt avhengig av renten. En oppgang i realrenten gir økte finansieringskostnader og trekker derfor i retning av lavere boliginvesteringer (Norges Bank, 2006).

Usikkerheten i tilknytning til finanskrisen medførte et fall i eiendomsinvesteringene. Dyrere og vanskelig tilgjengelighet hva angår boliglån fra andre halvdel 2008 har også redusert etterspørselen etter bolig. Dette trakk isolert i retning av lavere investeringer.

I følge SSB (2010a) falt boliginvesteringene med 18,9 prosent i 2009. Forbedrede tall for igangsetting av nye boliger tyder på at nedgangen nå har flatet ut. Dermed kan bedre konjunkturutsikter og boligprisvekst føre til en økning igangsetting av nye boliger. Dette vil i tilfelle medføre ytterligere vekst i boliginvesteringene. SSB (2010a) anslår likevel at eiendomsinvesteringer i 2013 vil ligge om lag 9 prosent under toppnivået i 2007.

4.4.4 Offentlig forbruk

Utviklingen i inflasjonsgapet og produksjonsgapet tilsa en ekspansiv finanspolitikk i 2009. Norsk økonomi var i en situasjon der det var ledig kapasitet og arbeidsledighet i økonomien. Det er dermed rimelig å anta at økt etterspørsel gjennom økte offentlige utgifter vil øke produksjonen tilsvarende og dermed redusere arbeidsledigheten og øke produksjonen uten å legge press på inflasjonen. Også handlingsregelen legger opp til en ekspansiv bruk av pensjonsfondet i slike situasjoner. Den mest ekspansive finanspolitikken på 30 år ble da også gjennomført i 2009. Den strukturelle bruken av oljepenger ser ut til å øke med 66 milliarder fra 2008 til 2010. I 2009 økte bruken av oljepengene med 45 milliarder kroner. Dette innebar at avstanden til 4 prosent regelen lå på 40 milliarder kroner. En overskridelse fra handlingsregelen på 42,9 prosent. Statsbudsjettet for 2010 innebærer en overskridelse fra handlingsregelen på 43,3 prosent (Finansdepartementet, 2009).

Det ekspansive budsjettet bidro til en vekstimpuls på 2,3 prosent av trend-BNP i 2009.

Samtidig vet vi at BNP-veksten fra 2008 til 2009 var negativ med 1,5 prosent.

Vekstimpulsene fra finanspolitikken, slik den beskrives i nasjonalbudsjettet for 2010, virker å være på om lag 2,5 prosent. Finanspolitikken bidrag til BNP har altså vært betydelig og dempet opp for en relativt kraftigere resesjon (Veidekke, 2010).

12.oktober 2008 la regjeringen frem en tiltakspakke for å lette bankenes finansiering. Denne pakken hadde en ramme på 350 milliarder norske kroner. Den innebar at bankene kunne bytte egne boliglånsobligasjoner mot statspapirer. Dette medførte at den langsiktige finansieringen ble lettere for bankene. Dette sikret også husholdningenes tilgang på boliglån. Regjeringen økte også støtten for å stimulere konkurranseutsatt sektor. Både innovasjon Norge,

eksportfinans og garanti- institutt for eksportkreditt fikk økte rammebetingelser fra regjeringen. Samtidig økte egenkapitalen i kommunalbanken med 300 millioner kroner (Finansdepartementet, 2009).

26.januar 2009 la regjeringen frem en ny tiltakspakke på 20 milliarder kroner. Det ble brukt relativt lite på skattelettelser og da kun for å stimulere til aktivitet i antatt langsiktig lønnsomme bedrifter. Det har heller ikke vært endringer i personbeskatningen direkte tilknyttet finanskrisen. Tiltak ble rettet spesifikt inn mot å dempe fallet i arbeidsledigheten tidlig 2009. Staten kjøpte varer og tjenester fra konjunkturutsatt sektor for 16,75 milliarder kroner (St.prp. nr. 37 (2008-2009)). Dette bidro til å holde aktiviteten oppe i disse næringene. Samtidig virker det som om tiltakene traff markedet godt og sørget for at den negative trenden i arbeidsledigheten ble moderat. Kjøp av varer og tjenester fra privat sektor sammen med styrking av offentlig sektor bidro til dette.

4.4.5 Netto eksport

En liten åpen økonomi som Norge er avhengig av etterspørsel fra våre handelspartnere. I takt med økt globaliseringen øker også eksportavhengigheten landene imellom. I følge NHO (2008) er eksportnæringer som prosessindustri, maritime industri, utenrikssjøfart, fisk og kjemisk industri spesielt utsatt for internasjonale konjunkturer og prissvingninger. Mens svingninger i oljeprisen er en viktig årsak til endringer i oljens eksportandel.

Norsk eksport av industrivarer ligger normalt i forkant av det internasjonale konjunkturforløpet. Avhengigheten av internasjonale konjunkturer blir ytterligere forsterket når en også tar hensyn til de store prissvingningene på norske eksportprodukter (NHO, 2008).

En betydelig nedgang i prisen på metaller og kjemiske råvarer sørget for at prisen på tradisjonelle eksportvarer falt i 2009. Fra 2008 til 2009 falt prisen med 6,5 prosent. Som eksempel ble prisen på aluminium halvert fra sommeren 2008 til vinteren 2009. Dette førte til at verk ble ulønnsomme og stoppet produksjonen (Cappelen & Eika, 2010).

Lavere internasjonal etterspørsel gjennom 2008 bidro til at eksportveksten for tradisjonelle varer gikk klart ned. Veksten i 2008 ble på 4,8 prosent sammenliknet med en vekst på 9 prosent i 2007. I 1. kvartal 2009 falt eksporten av tradisjonelle varer med hele 6,2 prosent. Etter andre kvartal 2009 hadde tendensen snudd noe. Økt eksport av fisk og kjemiske produkter trakk i positiv retning. Eksporten av maskiner og bearbejdede varer trakk imidlertid

i negativ retning. I sum var eksporten av tradisjonelle varer noe negativ med 0,3 prosent 2. kvartal 2009 (SSB, 2010a).

Etter hvert skulle også eksporten av metaller, kjemiske produkter og verkstedsprodukter ta seg opp. Siste kvartal 2009 var eksporten av tradisjonelle varer 7,8 prosent høyere enn bunnivået 2. kvartal samme år. Noe av denne veksten antas å være midlertidig. Samlet var den årlige veksten i eksport av tradisjonelle varer negativ med 7,8 prosent. Det forventes en moderat utvikling i eksporten av tradisjonelle varer i 2010 og årene som følger (SSB, 2010a).

4.4.6 Import

Fra 2004 til 2007 har den årlige veksten i importen vært på om lag 8 prosent i året. I 2008 registrerte man et omslag i denne utviklingen. I 2008 var importveksten på 4,4 prosent (SSB, 2009c). Dette antas å være en konsekvens av lavere investeringsaktivitet samt lavere innenlands etterspørsel. Lavere investeringsaktivitet førte til en reduksjon i importen av verkstedprodukter, metaller og kjøretøyer i 2009. Dette var hovedårsaken til at volumet av importen falt med 9,7 prosent fra 2008 til 2009 (SSB, 2009d).

Verdien og volumet av importen av tradisjonelle varer falt også markert i 2009. Verdien falt med 14 prosent mens volumet falt med 13,1 prosent. Import av tjenester falt 1,8 prosent i volum. Det største fallet i tjenesteimporten var knyttet til driftsutgiftene til skipsfart med en nedgang på 16 prosent (SSB, 2010a).

For 2010 og de nærmeste årene har SSB (2010a) anslått at veksten i importen vil ta seg opp. Dette begrunnes med økende innenlandsk etterspørsel. Hovedsakelig kommer denne økningen fra husholdningenes forbruk og offentlig kjøp av militært utstyr. SSB (2010a) antar også at en økning i investeringene vil bidra til importvekst i 2011 og årene fremover.

4.5 Arbeidsmarkedet og lønnsdannelsen

I de nordiske landene er et velfungerende arbeidsmarked med høy sysselsetting og omfordeling gjennom lønnsdannelsen sentralt for velferd og utjevning. I Norge bygger dette på at partene i arbeidslivet erkjenner at et velfungerende system for lønnsdannelsen bidrar til å holde arbeidsledigheten lav, samtidig som systemet bidrar til å motvirke økt lønnsbredning.

Åpenhet rundt den økonomiske politikken er viktig for lønnsdannelsen. Rentenivået vil, gjennom inflasjonen, påvirke arbeidstageres reallønnsvekst. På samme måte vil en uventet høy lønnsvekst føre til et inflasjonssjokk og isolert bli møtt med en relativt strammere pengepolitikk. Det er dermed avgjørende at partene i forhandlingene har tilgang til og forholder seg til det pengepolitiske reaksjonsmønsteret.

Viktig for lønnsdannelsen er også målet om at lønnsutviklingen skal sørge for en tilstrekkelig størrelse på konkurranseutsatt sektor over tid. Lønnskostnaden er en viktig kostnad for konkurranseutsatte bedrifter. Det er spesielt viktig for denne næringen at lønnsforskjellen mot våre handelspartnere er moderat. Likevel har vi registrert et økt lønnsgap mellom norsk konkurranseutsatt industri og våre handelspartnere de senere årene. Dette gapet er antatt å vokse også i 2010 (st.meld.nr 1(2009-2010)). Dette trekker i retning av lavere eksport og sysselsetting i konkurranseutsatt sektor.

Fra 2007 til 2008 har gjennomsnittlig årslønnsvekst vært 6,1 prosent for alle lønnstakere sett under ett. Året før var årslønnsveksten på 5,6 prosent. Det er ventet at årslønnsveksten var mer moderat i 2009. SSB (2010a) anslår en årslønnsvekst på 3,8 prosent i 2009.

Årslønnsveksten er ventet å ligge på om lag 3,5 prosent frem til 2012.

Omslaget i norsk økonomi ga utslag i en avdemping i arbeidsmarkedet, særlig gjennom 2009. Relativt lavere produksjon og sysselsetting trakk i retning av mindre tilbud av arbeid. Fra et svært lavt nivå på arbeidsledigheten steg den fra andre halvår 2008. Spesielt utsatt her var industri, bygg og anlegg, varehandel og transport og kommunikasjon. Internasjonalt sett har utviklingen likevel vært moderat i Norge, mye på grunn av økt sysselsetting i offentlig sektor og høy aktivitet i petroleumsvirksomheten. Finanspolitisk ekspansive budsjetter har sørget for økt sysselsetting i denne sektoren. Dette gjaldt særlig i kommuner der man utvidet barnehager og sektoren for helse og omsorg (st.meld.nr 1(2009-2010)). Den høye aktiviteten i petroleumsvirksomheten har sørget for at arbeidsledigheten har vært moderat stabil over tid i Norge. Også under de siste årenes uro har dette vært viktig.

Spesielt fra desember 2008 til april 2009 var det likevel en relativt markert utvikling i antall nye arbeidsledige. I denne perioden ble det registrert om lag 4000 nye arbeidsledige per måned. I månedene etter var utviklingen mer moderat med om lag 500 nye arbeidsledige per måned. Samtidig var utviklingen slik at personer som mistet jobben på denne tiden var registrert ledige i relativt kort tid. Over halvparten av de som mistet jobben i desember 2008

var ikke registrert ledige åtte måneder senere (st.meld.nr 1(2009-2010)). Dette sørget for at tapet av humankapital og langtidsledige virker å ha vært moderat i Norge.

I 2008 og 2009 så man også en reduksjon i antall timeverk. Dette antas å komme fra mindre bruk av overtid og økt bruk av permitteringer. Dette kan indikere at bedrifter avventer å si opp ansatte i påvente av høyere etterspørsel og produksjon (st.meld.nr 1(2009-2010)).

Summen av sysselsatte og arbeidsledige, arbeidsstokken, har etter mange år med vekst blitt noe redusert gjennom 2009. Reduksjonen i arbeidsstyrken kommer i første omgang fra unge under 25 år. Det antas at høyere arbeidsledighet og dårligere utsikter for jobb har ført til at mange i denne aldersgruppen har søkt høyere utdanning (st.meld.nr 1(2009-2010)).

Det har vært en mer avdempet utvikling i ledigheten den siste tiden. Likevel er det muligheter for en videre reduksjon av sysselsatte i tiden som kommer. Som sagt tenderer utslagene i arbeidsmarkedet til å komme etter utslagene i etterspørsel og produksjon.

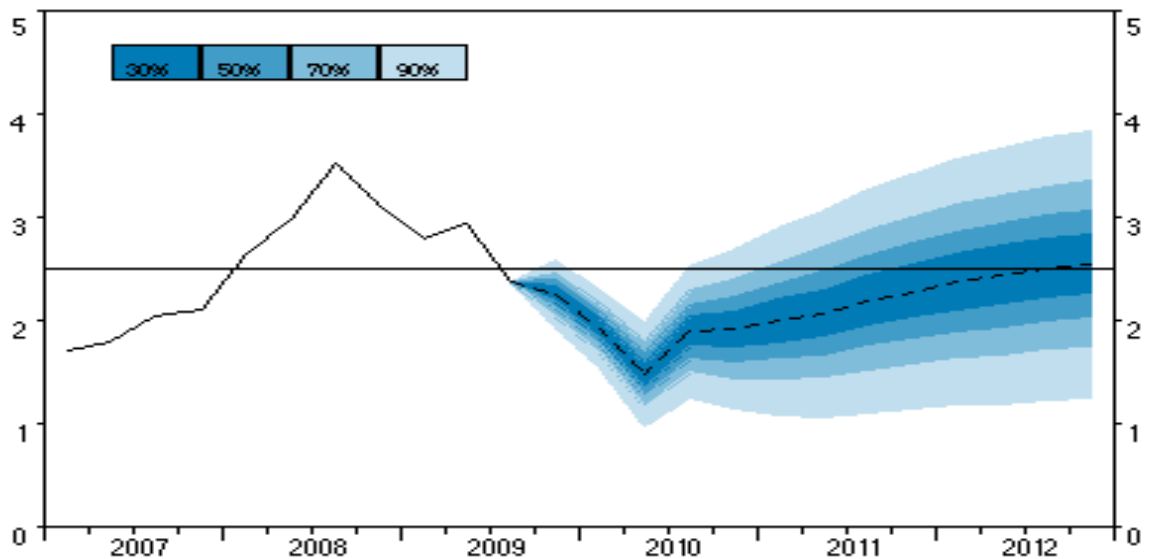
4.6 Inflasjonsutsikter

Utsiktene til fremtidig inflasjon ble justert ned i første kvartal 2009. Dette var i hovedsak en konsekvens av lavere prisvekst internasjonalt og lavere kapasitetsutnyttelse i Norge.

Anslagene for faktisk produksjon ble justert ned slik at anslaget for produksjonsgapet altså trakk i retning av lavere prisvekst. Svakere inntjening i bedriftene og økningen i arbeidsledigheten trakk i retning av lavere lønnstillegg. Sammen med lavere kostnadsvekst og lavere forventninger til fremtidige priser på olje og energi, trakk også dette i retning av en lavere underliggende prisvekst.

Etter 3. kvartal 2009 viste det seg at aktiviteten i norsk økonomi ikke avtok så mye som ventet. Spesielt var fortsatt lav arbeidsledighet positivt for norsk økonomi. Isolert dro det i retning av høyere lønnsvekst enn ventet. Norges Bank justerte også opp forventningene til faktisk produksjon og inflasjon i sine anslag i pengepolitisk rapport 3/09 (Norges Bank, 2009e). Produktiviteten viste seg å være lav i norske bedrifter. Også lav produktivitet trekker isolert i retning av høyere prisvekst.

Figur 11: Faktisk inflasjon og anslag for fremtidig inflasjon



Kilde: Norges Bank (2009e).

Figuren viser faktisk utvikling i KPIXE⁶ frem til 2. kvartal 2009. Etter dette viser figuren anslagene til Norges Bank for fremtidig inflasjon. Som det kommer frem har faktisk inflasjon vært under inflasjonsmålet siden første halvdel av 2009. Norges Bank (2009e) antok at inflasjonsgapet vil lukkes i slutten av 2011 i deres anslag 3. kvartal 2009.

4.7 Valutamarkedet

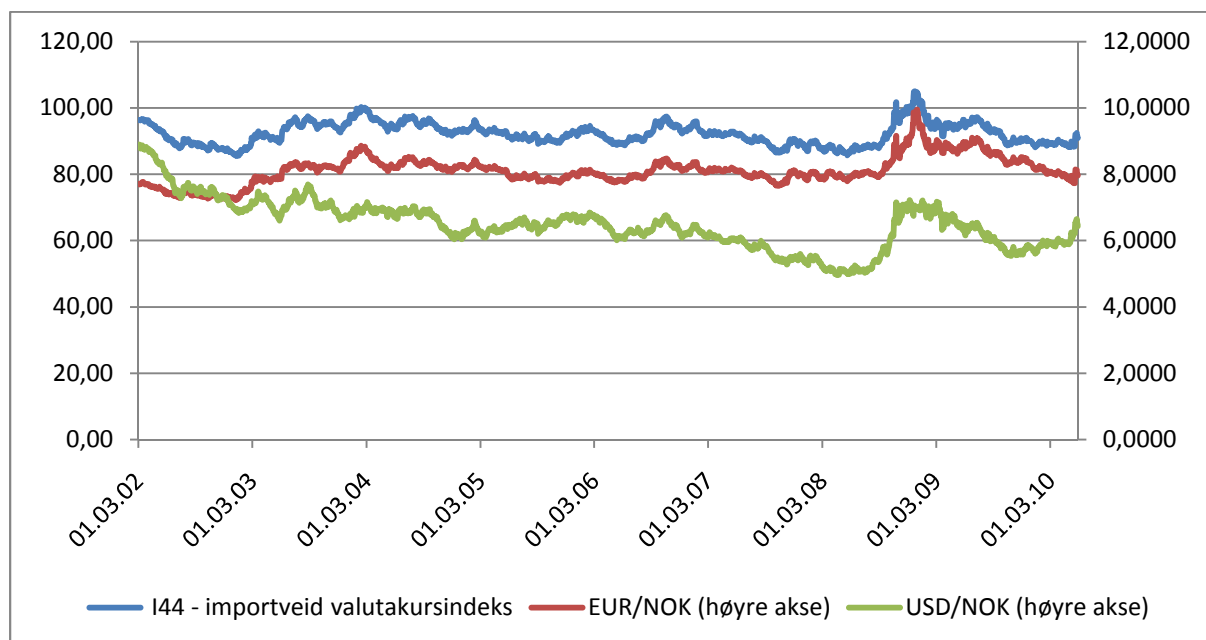
I valutamarkedet var volatiliteten svært høy og risikoappetitten lav fra andre halvår 2008. Dette gikk utover mindre likvide valutaer, der i blant den norske kronen. Som følge av høy volatilitet og usikkerhet i markedet flyktet aktørene til større og mer likvide valutaer som japanske yen og amerikanske dollar. Dette bidro til en relativ appresiering i disse valutaene.

Mot slutten av 2008 var kronemarkedet svært tynt. Selv små transaksjoner kunne gi store markedsutslag. Høy volatilitet og liten vilje til å ta risiko bidro til at kronen ble omsatt på rekordlave nivåer mot euroen i desember 2008. På det svakeste kostet en euro 10,15 norske kroner.

⁶ KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser.

I tillegg til lavere risikovillighet har faktorer som fallende råvarepriser og rentedifferanse mot våre handelspartnere bidratt til den svake kroneutviklingen som begynte i slutten av juni 2008 (Norges Bank, 2008).

Figur 12: Valutakurser



Kilde: Norges Bank (2010).

Svekkelsen ble i stor grad reversert gjennom 2009 og hittil i 2010. Målt med den importveide kronekursen (I-44)⁷ har kronen styrket seg med om lag 12 prosent fra desember 2008 til januar 2010 (SSB, 2010a). Den norske kronen er nå om lag på samme nivå som sommeren 2008.

Markedsanalytikere fra blant annet DnB NOR (2009b), Nordea Markets (Nordea, 2010) og SSB (2009b) forventer alle en kronestyrkelse i 2010. Dette begrunnes med antagelser om høyere styringsrente, et oppsving i norsk økonomi og stigende råvarepriser.

Den norske kronen er ansett som en av de mest oljeavhengige valutaene. En høyere oljepris trekker i retning av en appresiering av kronekursen. I tillegg kan også lavere volatilitet og høyere risikovillighet i valutamarkedet bidra til styrkelse av den norske kronen (DNBNOR, 2010).

⁷ I-44 er beregnet med utgangspunkt i sammensetningen av importen av tradisjonelle varer fra Norges 44 viktigste handelspartnere.

5. Drøfting og internasjonal sammenlikning

5.1 Pengepolitikk

5.1.1 Pengepolitikk fra september 2008 til 2009

Norges Banks første rentemøte etter at Lehman Brothers kollapset var 25. september 2008. Styringsrenten ble holdt uendret. Grunnlaget for dette var stadig press i inflasjonen. Samtidig erkjente Norges Bank usikkerhet rundt fremtidig utvikling. De ga likevel ingen nye signaler på dette møtet. Det er grunn til å argumentere for at man med fordel kunne ha signalisert at det var mindre sannsynlig med renteheving på neste møtet og i nær fremtid. En slik kommunikasjon kunne ha skapt forventninger som trakk i retning av en mer ekspansiv pengepolitikk i fremtiden og dermed presset renteforventningene ned. Dette ville antagelig slått ut i lavere pengemarkedesrente allerede i timene etter rentemøtet. På den måten ville bankene hatt lavere lånekostnader, noe som normalt slår ut i lavere rentesats på utlån til husholdninger og bedrifter. Dermed kunne Norges Bank sikret en høyere investeringsrate ved å lette kostnaden ved finansiering. Samtidig ville dette økt disponibel inntekt i husholdninger der gjelden er tatt med flytende rente.

Både ved det ekstraordinære rentemøtet 15. oktober og ved rentemøtet 29. oktober ble renten satt ned med 0,5 prosent. Dette til tross for at inflasjonen fortsatt var høy. Argumentet fra sentralbanken var at kreftene som hadde drevet inflasjonen var borte. Presset i arbeidsmarkedet var redusert. Samtidig hadde prisene på olje og energi falt markert. Uroen om fremtidig utvikling tilsa også en rentenedgang. Fra september til oktober hadde man gått fra en situasjon der forventningene til fremtidig vekst var uendret til en situasjon der man signaliserte at avmattingen i norsk økonomi så ut til å komme raskere å bli mer markert enn tidligere antatt.

Markedet forventet både større rentenedsettelse og et lavere anslag for fremtidig rentebane på denne tiden. Det er grunn til å tro at sentralbankens avgjørelser reflekterte frykten for en fortsatt høy inflasjon. Samtidig deprimerte den norske kronen substansielt på denne tiden. Norges Bank avveide rentenedsettelser mot den svake kronen. En svak krone over tid impliserer, som sagt, en relativt høyere prisvekst.

Pengepolitisk rapport 3/08 (Norges Bank, 2008) konkluderer med at veksten i norsk økonomi hadde avtatt markert første halvår 2008. Samtidig førte uroen internasjonalt til en nedjustering av estimert faktisk produksjon og produksjonsgap. Det ble lagt til grunn at den faktiske

produksjonen ville ligge under nivået for potensiell produksjon i 2009 og 2010. Denne utviklingen trakk i retning av et relativt lavere rentenivå.

Samtidig ble det fortsatt registrert en tendens mot høyere prisvekst. Det var forventet at inflasjonen ville ligge relativt høyere enn antatt i forrige rapport, frem til midten av 2010. Inflasjonen ble estimert å ligge lik inflasjonsmålet først sommeren 2011. Dette trakk i retning av relativ høyere rentenivå for å avdempe presset på inflasjonen.

Pengepolitisk rapport 3/08 meldte ikke om de store endringene i fremtidig rentebane. Den store usikkerheten knyttet til fremtiden ble kun reflektert gjennom en forskyvning av fremtidige rentenedsettelse frem i tid. I følge rentebanen estimerte man med en rente på 3 prosent i mars 2010 i en situasjon der etterspørsel ble lavere enn forventet. I ettertid skulle det vise seg at renten ble satt ned til 3 prosent allerede i desember 2008. Det kan derfor rettes kritikk til Norges Bank for ikke å legge frem et scenario der rentebanen ble justert for intensive effekter av kredittkrisen. Dette ble gjort blant annet av riksbanken i Sverige (Norges Bank Watch, 2010).

Vridningen i forventningene om fremtidig økonomisk utvikling gjorde at pengepolitisk rapport 3/08 i praksis ble verdiløs som veileder bare få uker etter at den ble publisert.

På rentemøte i desember 2008 publiserte sentralbanken nye estimeringer om fremtidig rentebane og inflasjon. I løpet av høsten hadde inflasjonen falt. Drivkreftene bak den høye inflasjonen hadde frafalt. Samtidig hadde den norske kronen appresiert. Frykten for at en svak krone skulle skape inflasjonspress var borte. Det ble nå estimert at inflasjonsgapet ville lukkes sommeren 2009. Både tendensene i faktisk produksjon og inflasjon tilsa altså et lavere nivå på renten.

5.1.2 Pengepolitikk første halvår 2009

Norges Bank satte ned styringsrenten med 0,5 prosent på rentemøtet februar 2009. Stadig større usikkerhet knyttet til økonomisk uro sammen med en frykt for at nedgangen i norsk økonomi skulle bli verre en tidligere anslått førte til et press i form av lavere faktisk inflasjon og produksjon. Dette gjorde at denne avgjørelsen var forventet og skapte lite debatt.

Rentenedsettelsene gjort i 2008 hadde vist seg å ha god effekt på privat forbruk på denne tiden. Det er antatt at den aggressive rentenedsettelsen kombinert med svært stor andel lån med flytende rente i norske husholdninger hadde bidratt til høyre disponibel inntekt.

På rentemøtet i mars publiserte sentralbanken pengepolitisk rapport 1/09. Anslagene for produksjon og inflasjon ble igjen justert kraftig ned i forhold til forrige rapport. Inflasjonen ble antatt å ligge markert lavere enn tidligere anslått. Det ble estimert at inflasjonen ville ligge på rundt 2,75 prosent i første halvdel av 2009 og avta mot 2,25 i andre halvdel samme år.

Dermed ble også anslaget for fremtidig rentebane justert ned som en konsekvens av anslått utvikling i produksjon og inflasjon. Norges Bank estimerte nå med å nå en rentebunn på 1 prosent siste kvartal 2009. Dette var mer ekspansivt enn markedet forventet. Markedet hadde lagt til grunn en rentebunn på 1,5 prosent. Dette førte til en depresiering av den norske kronen kort tid etter rentemøtet.

Norges Bank hadde kommunisert en mer ekspansiv pengepolitikk allerede på rentemøte i februar og satt også ned renten på rentemøtet i mars. Kuttet på 0,5 prosent var derfor forventet av markedet. Både utviklingen og anslaget for produksjon og inflasjon tilsa et lavere nivå på styringsrenten.

De to neste rentemøtene, i mai og juni, er noe mer omstridt ettersom man så et omslag til bedret utvikling i norsk økonomi. Spesielt rentemøtet i juni er diskutert.

På rentemøte i mai satt sentralbanken ned renten med 0,5 prosent. Dette var begrunnet med at utviklingen i norsk økonomi var som anslått i pengepolitisk rapport 1/09 (Norges Bank, 2009a). Faktisk inflasjon ble estimert å ligge på 2,75 prosent og faren for lavere inflasjon var nærliggende. Man forventet et moderat lønnsoppgjør dette året. Lav etterspørsel hos våre handelspartnere reduserte også eksport og dermed innenlands etterspørsel. Dette medførte at rentenivået fortsatt var lavt, og begynte å nærme seg null internasjonalt. Hensynet til konkurranseutsatt sektor og valutakurs trakk dermed også i retning av lavere rente.

Forventningsindikatorer i norske husholdninger viste derimot relativt gode tendenser på denne tiden. Igjen antas dette å komme fra lave renteutgifter på gjeld med flytende rente. I tillegg hadde aksjemarkedet flatet ut og boligprisene steget. Dette bidro til å bedre forventningene til fremtidig utvikling. Også oljeprisene hadde steget siden bunnen, høsten 2008, og etablert seg på et relativt høyere nivå. Det var altså lyspunkter i norsk økonomi.

På rentemøtet i juni publiserte Norges Bank en ny pengepolitisk rapport. I denne rapporten ble både estimert utvikling i produksjonsgapet og fremtidig inflasjon holdt likt for 2009, men

skiftet opp for 2010 og 2011. Rentebanen ble også skiftet opp. Frykten for lav inflasjon i umiddelbar nærtid var derimot fortsatt høy og den største faktoren som trakk i retning av lavere nivå på styringsrenten på denne tiden (Norges Bank, 2009d).

Kronen hadde appresiert en del på denne tiden. Samtidig var tendensene mot fortsatt rentekutt overhengene hos våre handelspartnere. Faren for en sterk krone trakk i retning av et lavt nivå på renten. Norges Bank antok også at produktiviteten ville ta seg opp etter hvert som bedriftene tilpasset sin arbeidsstyrke. Dette, sammen med utsiktene om et moderat lønnsoppgjør, trakk i retning av mindre press på inflasjonen og lavere styringsrente.

På rentemøtet i juni satt sentralbanken ned renten med 0,25 prosent. Ikke overraskende var hovedargumentet frykten for lavere inflasjon. Samtidig var utviklingen i internasjonal økonomi fortsatt svak, særlig i Europa. Likevel signaliserte sentralbanken at veksten i produksjonen så ut til gradvis å ta seg opp igjen. Det var også tendenser til gode utsikter for fremvoksende økonomier som Kina.

På denne tiden så det ut som det finansielle markedet hadde bedret seg. Påslaget i pengemarkedet var lavere og tilgang på lån virket igjen å være relativt god. Samtidig hadde den lave renten sørget for at boligprisene hadde steget første halvdel av 2009 og begynte å nærme seg nivået før krisen. Markedet så dermed en fare for at en lavere rente kunne trigge en boligboble (Norges Bank Watch, 2010). Også aksjemarkedet var i en stigende trend på denne tiden.

Arbeidsledigheten hadde steget mindre enn antatt og utsiktene til privat forbruk virket å bedre seg. Kapasitetsutnyttelsen i norske bedrifter virket å bli bedre enn anslått og investeringene i oljesektoren holdt seg på et høyt nivå. Det ble likevel presisert fra sentralbanken at usikkerhet om fremtidig utvikling fortsatt var stor (Norges Bank, 2009d).

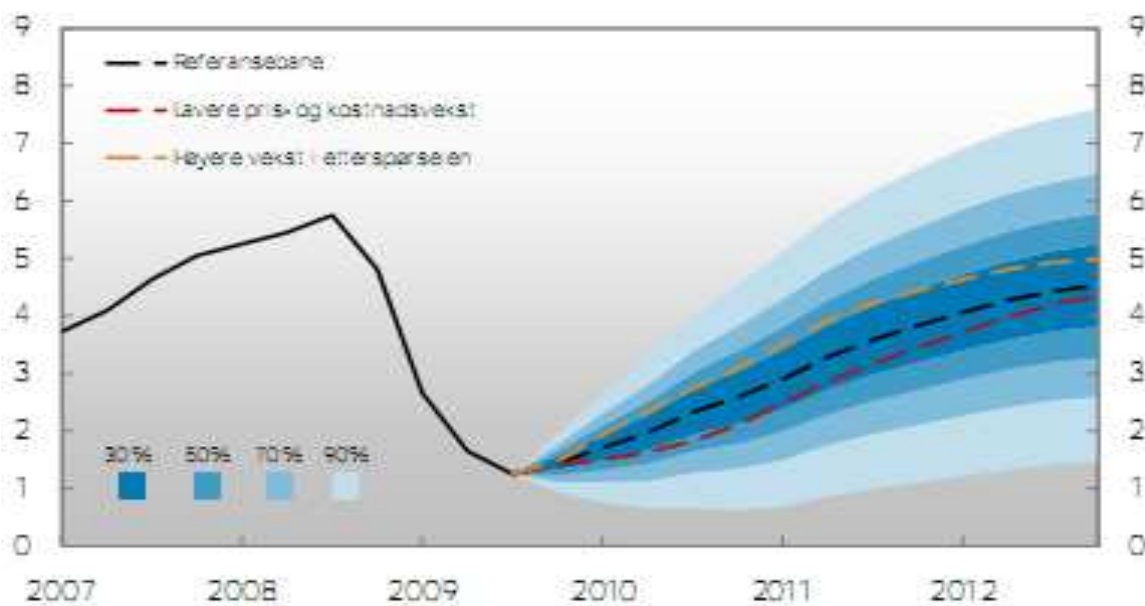
Det er rimelig å anta at hensynet til stabil inflasjon og rentedifferansen mot utlandet veide tyngst for sentralbanken på dette møtet. Samtidig var usikkerheten rundt fremtidig utvikling fortsatt svært høy. Likevel indikerte mange indikatorer en bedring i norsk økonomisk utvikling. Rentenedsettelsen var derfor ikke forventet av markedet. Forventninger til fremtidig rentebane lå også høyere for markedet enn for sentralbanken på denne tiden. Likevel virker avgjørelsen fra sentralbanken å være godt fundamentert i deres mandat om stabilisering av inflasjonen som et nominelt anker.

5.1.3 Andre halvdel 2009

Positiv utvikling i makroøkonomien fikk Norges Bank til å endre ordlyden på rentemøtet 12. august. En relativ lavere nedgang i arbeidsledighet og produksjon dempet den estimerte nedgangen i etterspørselen. Konjunkturbildet var dermed mer positivt enn det sentralbanken tidligere hadde anslått. Det er dermed rimelig å anta at Norges Bank la den alternative referansebanen, med høyere vekst i etterspørselen, til grunn for fremtidig rentesetting.

Markedet reagerte også med å heve forventningene til fremtidig styringsrente og man så muligheten for renteheving frem mot neste pengepolitiske rapport (DNBNOR 2009b). I tillegg uttrykte Norges Bank at de ville trekke tilbake bankpakkene gjennom høsten, noe som kan tolkes som at de ville trekke tilbake tiltakspakkene før en renteheving. Kommunikasjonen fra Norges Bank var dermed effektiv på denne tiden.

Figur 13: Rentebane med høyere vekst i etterspørselen



Kilde: Norges Bank (2009d).

På rentemøtet 12. september signaliserte Norges Bank igjen at etterspørselen hadde tatt seg raskere opp enn ventet. Samtidig var utviklingen i sysselsetting og arbeidsledighet fortsatt stabil. Det ble signalisert at en renteheving var nærliggende. Markedet forventet dermed en renteheving i oktober (DNBNOR, 2010a).

Pengepolitisk rapport 3/09 ble publisert på rentemøtet 28. oktober. Rapporten tegnet et mer optimistisk bilde på fremtidig økonomisk utvikling. Sentralbanken justerte opp bunnen i produksjonsgapet til første kvartal 2010. Forventningen til fremtidig inflasjon ble også justert

noe opp. Dette gjorde at Norges Bank også hevet anslaget for fremtidig rentebane (Norges Bank, 2009d).

Under samme møte ble styringsrenten hevet med 0,25 prosent. Inflasjonen var høyere enn anslått og arbeidsledigheten lavere enn tidligere anslått. Rentehevingen kan også sies å være i tråd med Norges Bank kommunikasjon til markedet gjennom høsten 2009. Dette samsvarer med teorien om åpenhet og troverdighet. Aktørene fikk bekreftet at sentralbanken fulgte en troverdig strategi, *ex ante*.

Ut ifra en oppjustering i intervallet tolket vi at den videre strategien var å fortsette rentehevingene under et av de neste møtene.

Frem mot neste rentemøtet 16. desember hadde kronen appresiert mot de fleste valutaer. Norges Bank ga uttrykk for bekymring ovenfor en sterk kronekurs. De understreket at dersom kronen ble sterkere enn ventet, ville renteoppgangen trolig bli mindre eller komme senere (Norges Bank 2009d).

I avveiningen tok Norge Bank også hensyn til boligprisene ved rentebeslutningen i oktober. De utrykte eksplisitt at den lave renten hadde gitt økte boligpriser. I henhold til Norges Bank kriterier for god rentebane er det understreket at Norges Bank også skal ta hensyn til formuespriser og kronekurs i avveiningen mellom produksjon og inflasjon. Fremtidige utfordringer blir i hvilke grad Norges Bank skal ivareta aktivaprisene i reaksjonsfunksjonen, og hvordan markedet vil tolke vektleggingen.

I Norges Bank Watch (2010) tolkes utspillet til sentralbanken som et tegn på at boligprisene spiller en relativt større rolle til fremtidig avveining mellom inflasjonsmålet og realøkonomien. Ifølge panelet betyr dette likevel ikke at Norges Bank forsøker å påvirke boligprisene direkte gjennom rentesettingen. Raske endringer i boligprisene gir likevel verdifull informasjon om hvordan etterspørselen i økonomien utvikler seg.

På rentemøtet 16. desember hevet Norges Bank styringsrenten med 0,25 prosent. På den tiden understreket sentralbanken at de vurderte å holde renten uendret. Rentebeslutningen ble begrunnet med at den siste rentehevingen ikke fikk det gjennomslaget i bankenes utlånsrenter som Norges Bank hadde forventet.

I likhet med forrige rentemøte uttrykte Norges Bank seg eksplisitt om boligprisene. Denne gangen hadde boligprisene økt substansielt.

Dersom vi ser på 3mnd NIBOR i forhold til forventningen til fremtidig styringsrente var differansen stabil fra og med rentemøtet i august 2009. Rentedifferansen snevret seg også inn mot rentemøtene i oktober og desember (se figur 4). En mulig forklaring kan være at markedet forventet en renteheving i nærmeste fremtid. Differansen ble markert lavere også i tiden etter rentemøtene.

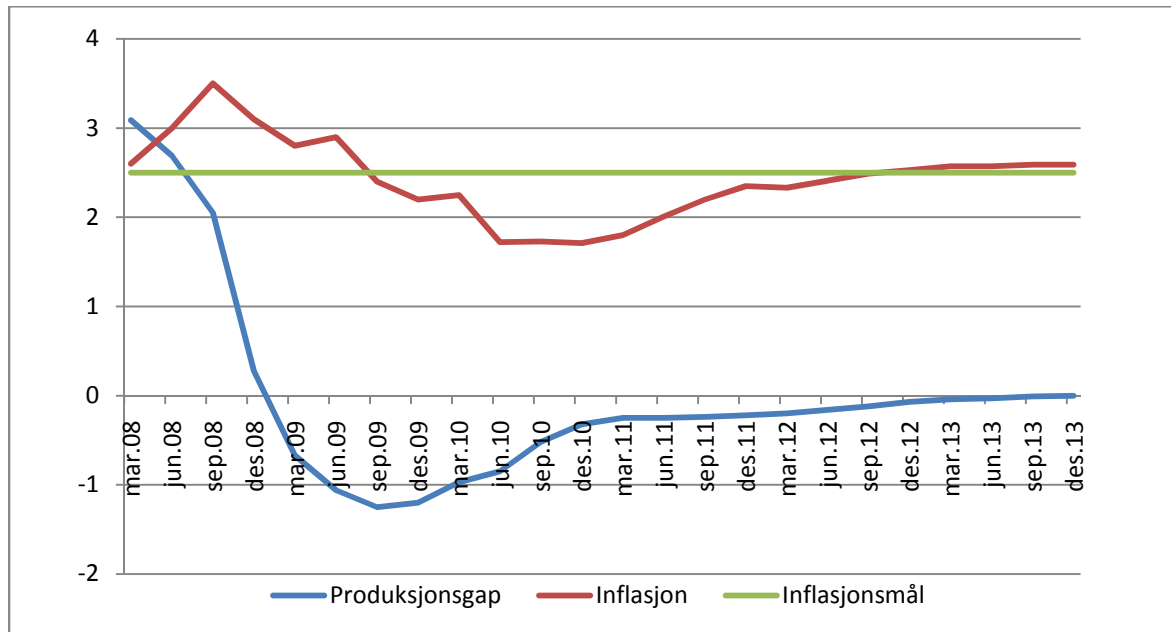
5.2 Optimal pengepolitikk?

De realøkonomiske konsekvensene av finanskrisen var, internasjonalt sett, relativt moderate i Norge. De økonomisk politiske virkemidlene, sammen med en høy oljepris og gunstig realvalutakurs, har fått mye av æren for dette. Det er likevel grunn for å diskutere om det pengepolitiske har vært suboptimalt innrettet og eventuelle virkninger av dette.

Vi skal se på endringer i styringsrenten med utgangspunkt i teorien fra kapitel 2. Som vi argumenterte for skal Norges Bank reagere på økonomiske sjokk. Når sjokkene er markerte har de i tillegg mandat til å reagere sterkt og resolutt, jamfør kriteriene for optimal rentebane. Den internasjonale finanskrisen representerer i første rekke et etterspørselssjokk, men også et risikopremiesjokk, til dels et inflasjonssjokk og et sjokk mot internasjonalt rentenivå har truffet norsk økonomi gjennom uroen. Alle sjokkene trakk i retning av lavere produksjon og mindre press på inflasjonen. Fra et rent teoretisk ståsted og med en statisk analyse av sentralbankens oppnåelse av inflasjonsmålet og stabilitet i produksjonen er det grunn for å argumentere for at pengepolitikken var for lite ekspansiv, i hvert fall i startfasen av den internasjonale uroen.

Grunnlaget for dette ligger i det faktum at Norge i en periode fra 2009 og estimert frem til slutten av 2013 vil være i en situasjon der produksjonsgapet er negativt. Samtidig var inflasjonsgapet negativt fra midten av 2009 og vil være det estimert frem til andre halvdel av 2012 (Norges Bank, 2010). Teoretisk ville sentralbanken kunne redusert dette tapet ved å redusere rentenivå mer resolutt. Dette ville isolert trukket i retning av både høyere produksjon og inflasjon.

Figur 14: Utvikling i KPIXE og produksjonsgapet



Kilde: Norges Bank (2010).

De realøkonomiske tapene av dette er en lavere faktisk produksjon, og dermed sysselsetting, over tid. Aktiviteten har, og vil etter alt å dømme, ligge under trendnivået noen år frem i tid. Norge vil dermed produsere mindre enn det som er forenelig med trendveksten. Det er altså rom for høyere aktivitet uten at dette legger press på inflasjonen eller kapasiteten i økonomien.

Når tendensen snudde til en oppgangskonjunktur har diskusjonen rundt sentralbankens beslutningsmønster i stor grad dreid som om rentedifferansen mot utlandet kontra stigende trend i formuespriser, og da spesielt boligprisene. Spørsmålet er om Norges Bank i større grad enn før legger til grunn inflasjonen i boligpris samt kredittvekst, i forhold til KPI som måler inflasjonen i markedet for varer og tjenester. Fra figur 13 er det lite som taler for at Norges Bank behøvde å heve rentenivået høsten 2009. Vi var fortsatt i en situasjon med negative gap både for produksjon og inflasjon. Isolert skulle dette tilsi et lavere, eventuelt konstant, rentenivå.

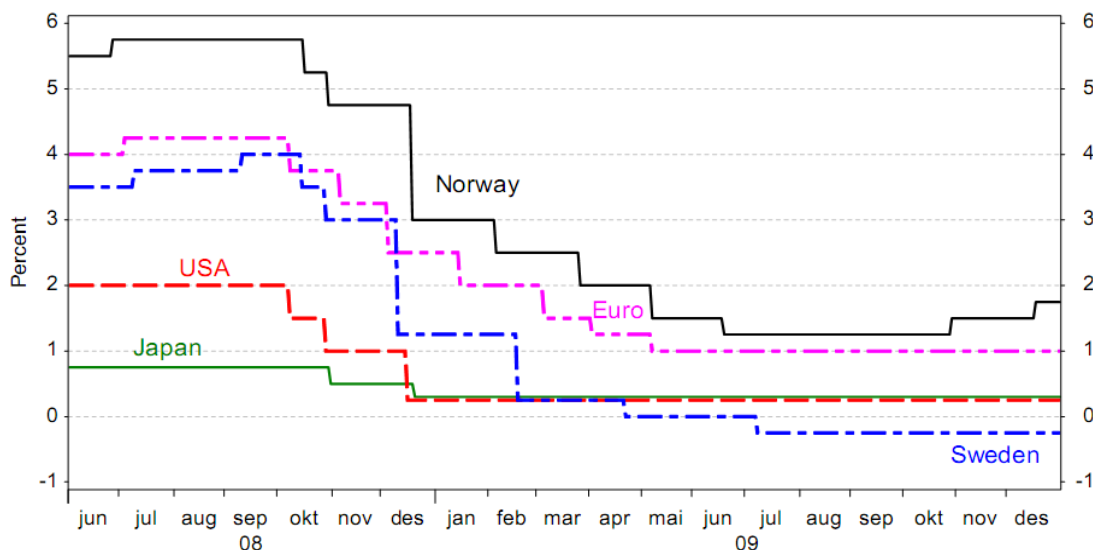
Det virker dermed ikke som om Norges Bank har styrt strengt etter minimering av tapsfunksjonen vi tidligere etablerte. Nå styrer Norges Bank også etter en ligning for optimal rentesetting (se ligning 2.15) der rentedifferansen mot utlandet inngår. I tillegg har Norges Bank eksplisitt uttrykt at de avveier hensynet til valutakursen. Inflasjonen i aktivapriser og

stigende kredittvekst er derimot ikke eksplisitt uttrykt i ligningen. Det kan derimot virke som om disse faktorene har veid relativt tungt i sentralbankens reaksjonsmønster, i hvert fall det siste året.

Rentesettingen, gjennom transaksjonsmekanismene, fungerer naturligvis med et tidsetterslep og Norges Bank setter, som kjent, renten med måloppnåelse etter 1 – 3 år. Samtidig har renteglattingsleddet antagelig veid relativt tungt i rentesettingen i den forstand at Norges Bank bør heve renten gradvis slik at norsk økonomi har et normalt nivå på renten når den økonomiske situasjonen igjen er normal. På den måten vil sentralbanken ha mulighet til også å påvirke fremtidige konjunktursvingninger. Likevel kan det virke som om pengepolitikken høsten 2008 og høsten 2009 var for stram, hvis minimering av den tradisjonelle tapsfunksjonen legges til grunn. Når det er sagt vil Norges Bank rentesetting medføre at gapene lukkes innenfor den tidshorison som er satt, hvis sentralbankens estimeringer holder tritt.

5.3 Internasjonal sammenlikning av pengepolitikken

Figur 15: Internasjonal sammenlikning av styringsrenten



Kilde: Norges Bank Watch (2010).

Styringen av rentene virker å ha vært relativt synkronisert internasjonalt etter hvert som finanskrisen skred frem. Etter at uroen i kredittmarkedet var et faktum internasjonalt ble styringsrentene satt hyppig ned i alle land det er naturlig å sammenligne Norge med. Likevel

lå Norge på et nivå med relativt høyere styringsrente før krisen og har også ligget på et relativt høyere nivå gjennom 2008 og 2009. Norges Banks pengepolitikk har gjort Norges rentedifferanse mot utlandet mindre gjennom denne perioden. Særlig rentenedsettelsen i desember 2008 gjorde rentedifferansen mot Europa og USA mindre. Etter dette har også utviklingen i styringsrenten vært relativt synkronisert mot ECB frem til Norges Bank hevet renten to ganger høsten 2009.

Det har gjennom denne perioden vært et argument fra Norges Bank å holde rentedifferansen mot våre handelspartnere lavest mulig. Avveielser om stabil valutakurs og opprettholdelse av konkurranseevnen ovenfor våre handelspartnere har dermed veid relativt tungt. Selv om valutakursen ikke inngår eksplisitt i tapsfunksjonen avveier Norges Bank mot en stabil utvikling i den norske kronen i den grad det er rimelig at valutakursen påvirker forventet inflasjon og produksjon.

Ønske om en stabil inflasjon rundt et inflasjonsmål, implisitt eller eksplisitt, har trukket i retning av lav rente internasjonalt. Det er rimelig å anta at lav prisvekst internasjonalt kombinert med en svært synkronisert nedgang i etterspørsel og produksjon har ført til den unisont ekspansive pengepolitikken.

Differansen mellom forventet styringsrente og pengemarkedsrenten førte også til en relativt synkronisert bruk av markedsopperasjoner for å tilføre likvider i markedet. Senere har kvantitative lettelser blitt brukt for å tilføre likviditet i markedet og redusere renten på verdipapirer med lang løpetid. Sentralbanken i Amerika, Storbritannia og EU innførte alle slike tiltak. Norges Bank innførte i denne sammenheng de såkalte F-lånene⁸ for å tilføre likvider i markedet. Påslaget i pengemarkedet har også vært relativt synkronisert fra andre halvdel av 2008 (se figur 4).

5.4 Kredittmarkedet

Etter bankkrisen på 90-tallet hadde egenkapitaldekningen i norske banker økt etter at de ble underlagt strenge reguleringer. Dette sørget for at eksponeringen mot det amerikanske boligmarkedet og virksomhet i utlandet var relativt moderat. Dette medførte høy kapitaldekning i Norge sett i forhold til andre land. Finanskrisen slo da heller ikke ut som en

⁸ Lån (mot sikkerhet i verdipapirer) til fast rente og gitt løpetid. F-lånsrenten fastsettes normalt ved flerprisauksjon. Løpetiden på F-lån varierer og avhenger av likviditetssituasjonen.

soliditetskrise for norske banker. Likevel ble også norske banker grepet av panikk bare uker etter at tilgangen på likviditet nærmest stoppet opp i det internasjonale finansmarkedet (Norges Bank, 2009f).

Den økonomiske politikken ble derfor, i første omgang, rettet inn for å lette bankenes finansiering og redusere påslaget i pengemarkedet. Etter hvert skulle det vise seg at finanssektoren klarte seg relativt bra gjennom kredittkrisen. Det var dermed kun en beskjeden bruk av spesifikke tiltak rettet inn mot denne næringen.

I mange andre land valgte myndighetene å garantere for bankenes forpliktelser. Slike tiltak skulle vise seg å bli både dyrere for bankene og mer risikable for skattebetalerne. Det er dermed grunn til å tro at måten Norges myndigheter innførte tiltak mot finanssektoren på førte til en lavere risiko for skattebetalerne og fungerte bedre for bankene enn i mange andre land. Organiseringen av de norske tiltakene har altså medført at Norges Banks balanse ikke har økt like mye som balansen hos en del andre sentralbanker (Norges Bank, 2009f).

Banker med lav innskuddsdekning er utsatt for svingninger i markedet fordi de må låne penger i kredittmarkedet i usikre tider. Redusert egenkapital gir også redusert evne til å gi kreditt. Dette medfører naturligvis lavere økonomisk vekst på sikt fordi inntjeningen til bankene reduseres, tapene øker og utlån reduseres (Aamo, 2008).

Hvis vi sammenligner banker internasjonalt ser man først og fremst forskjeller i innskuddsdekningen. Selv om innskuddsdekning falt også i norske banker var den langt sterkere i Norge enn i mange andre land. Som det kommer frem av tabell 1, der vi sammenligner norske banker mot den engelske banken Northern Rock, var norske banker mer robuste i form av høyere egenkapital og betydelig høyere innskuddsdekning av utlån.

Tabell 1: Norsk bank og Northern Rock -sammenlikning av balansestruktur pr. 30.06.2007.

Eiendeler	Norsk bank Prosent av FK	Northern Rock Prosent av FK
Utlån til kunder	73 %	85 %
... hvorav boliglån (av FK)	47 %	77 %
Verdipapirer	8 %	7 %
Gjeld og egenkapital		
Innskudd fra kunder	48 %	27 %
Verdipapirgjeld	27 %	63 %
... hvorav mortgage backed sec. og covered bonds		47 %
Egenkapital	5 %	3 %
Innskuddsdekning av utlån	66 %	31 %
Sikret innskuddsbeløp	2 000 000 NOK	100% av 2000 GBP og
(UK innskuddsgaranti endret etter 01.10.07 til full dekn av 35k)		90% av neste 33000 GBP

Kilde: Aamo, 2008.

Som sagt slo den internasjonale kreditturoen også ut i norsk banknæring. Det er derfor grunn til å argumentere for at likviditeten bør bedres, og andel lån med lang løpetid økes, også i norske banker. På den måten blir bankene mindre avhengig av lån fra det internasjonale markedet i tider der uro preger markedet.

Det virker der i mot klart at både tiltakene og norske bankers egenkapitaldekning har vært relativt sett god i forkant og gjennom krisen. Tiltakene har også virket etter sin hensikt og bedret tilgangen på nye lån for norske banker, bedrifter og husholdninger.

5.5 Aktiviteten i petroleumsvirksomheten

En av årsakene til at Norge ikke ble like hardt rammet av finanskrisen sammenlignet med andre land, skyldes en stor petroleumsvirksomhet og høye petroleumsinvesteringer gjennom krisen. Petroleumssektoren har i liten grad endret sin etterspørsel etter varer og tjenester knyttet til produksjon eller investeringsformål. I en liten åpen norsk økonomi med en stor petroleumsvirksomhet har oljeprisen en signifikant innvirkning. I følge OECD (2010) er den økonomiske aktiviteten i Norge sterk korrelert med svingninger i råvareprisene. Dette forklares med at en økning i oljeprisen vil bidra til økt aktivitet og investeringslyst i petroleumsvirksomheten.

Endringer i oljeprisen påvirker norsk økonomi gjennom flere kanaler. Ifølge Solheim (2008) kan en høyere oljepris bidra til å øke den innenlandske etterspørselen. En høyere oljepris gir også økt inntekt og formue til den norske stat, som på lengre sikt vil gi større handlingsrom for handlingsregelen. En høyere oljepris gir også økte oljeinvesteringer, økt tilbud etter arbeidskraft fra oljenæringene og næringer som leverer til petroleumsvirksomheten. Samtidig kan høyere oljepris skape forventninger om økt aktivitet og økt inntekt for fremtiden. Dette kan bidra til å øke verdien på oljerelaterte aksjer som er notert på Oslo Børs. Også diskusjonen om Ricardiansk ekvivalens fra et formuesperspektiv er interessant i denne sammenheng og kan tenkes og bidra til å øke konsumet og investeringer gjennom økt lånevillighet både hos bedrifter og husholdninger.

For næringer med olje som den største innsatsfaktor vil en høyere oljepris føre til økte kostnader og lavere investeringer. Dette kan på sikt medføre lavere produktivitetsvekst fordi realkapitalen blir økonomisk foredlet. En høy oljepris kan også redusere eksporten, da etterspørselen fra våre handelspartnere reduseres som følge av økte kostnader og lavere realinntekter. Realvalutakursen tenderer også mot å styrke seg, dette svekker norsk konkurransevne ovenfor utlandet. Isolert sett tenderer dette mot å redusere aktivitetsnivået (Solheim,2008).

Høye petroleumsinvesteringer gjennom 2008 og inn i 2009 bidro til å dempe utslagene i den norske økonomien. Høye petroleumsinvesteringer påvirker i tillegg fastlandsøkonomien i den grad den gir økte leveranser fra fastlandsnæringen til petroleumsnæringen (Solheim, 2008). Fallet i oljeprisen fra rekordtoppen sommeren 2008 kan ha bidratt til å dempe investeringsveksten noe. Den fallende tendensen snudde i midlertidig raskt og sørget for at investeringene holdt seg høyt gjennom perioden. Høy etterspørsel og pris på olje akkumulerte også betydelige inntekter over SPU. Fondet har vært en viktig årsak til at vi var i en særstilling sammenliknet med våre handelspartnere under finanskrisen.

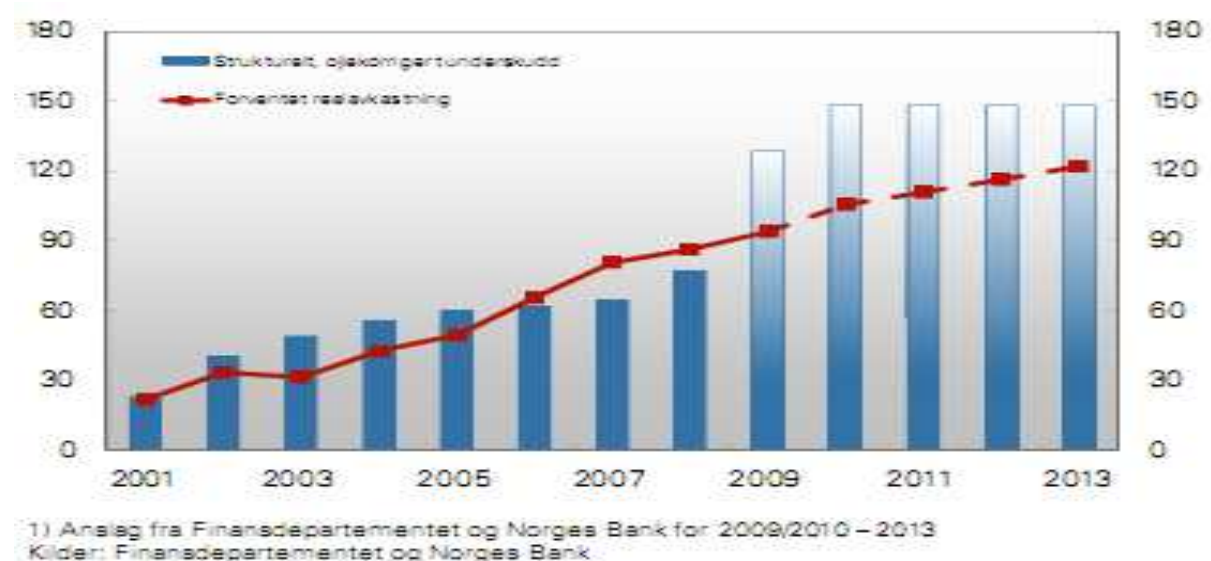
I følge IEA (2009) har den høye oljeprisen i tiden før finanskrisen bidratt til å gjøre økonomien til de oljeimporterende industrilandene mer utsatt for finanskrisen enn oljeeksporterende land. Høyere oljepris har forverret handelsbalansen og redusert inntekten til husholdningene og næringslivet i oljeavhengige land. Samtidig har en høy oljepris satt press på inflasjon og renter og dempet den økonomiske veksten.

Høye inntekter fra eksport av petroleum har sørget for at Norge kunne gjennomføre en svært ekspansiv finanspolitikk samtidig som overskuddet både i offentlig sektor og driftsbalansen var betydelig.

5.6 Finanspolitikk

Det er avgjørende for virkningen av offentlig forbruk at det virker troverdig for aktørene i økonomien at det ekspansive offentlige forbruket reverseres uten at dette slår ut i et høyere skattenivå i fremtiden. I et tilfelle der aktørene forventer at økt offentlig forbruk i dag vil slå ut i høyere nivå på skattesatsen i fremtiden vil man kunne se en tendens til at fremskuede aktører sparer i dag for å møte økte utgifter i fremtiden. Det er dermed avgjørende at husholdninger og bedrifter tror at det økte forbruket reverseres med lavere utgifter i fremtiden (Norges Bank, 2009f). For Norges del innebærer dette at troverdigheten til handlingsregelen vedvarer. Det offentlige bør derfor komme tilbake til en bruk av pensjonsfondet rundt handlingsregelen. Både OECD og Norges Bank indikerer at dette bør skje snarest (OECD, 2010; Norges Bank, 2010). Norges Bank beregner i sine prognoser at norsk økonomi vil være tilbake til en økonomisk utvikling som kan betegnes som normal i 2011 – 2012. Samtidig viser beregninger gjort i pengepolitisk rapport 1/10 at Norge vil være i en situasjon med høyere innfasing over statsbudsjettet enn det handlingsregelen tilsier frem til 2018 (Norges Bank, 2010).

Figur 16: Norges Bank anslag for strukturert oljekorrigert underskudd



Kilde: Norges Bank (2010).

En ekspansiv finanspolitikk vil også isolert dra i retning av en appresiering av realvalutakursen og dermed en relativ styrkelse av den skjermede sektoren. En for ekspansiv bruk av oljeinntektene kan dermed trekke i retning av en stor skjermet sektor, mens den konkurranseutsatte sektoren reduseres. Noe vi tidligere beskrevet som "Dutch disease". Norges Bank uttrykte fare for tendenser til en slik utvikling på mellomlang sikt i forbindelse med rentemøte 28. oktober 2009. Norges Bank argumenterte for at høy kostnadsvekst og sterk underliggende vekst i offentlige utgifter trekker i den retningen. Videre argumenter Norges Bank for at løsningen for å unngå en slik utvikling er redusert bruk av oljeinntekter og dermed en reversering av offentlig forbruk (Norges Bank pressekonferanse, 28. oktober 2009)⁹.

Finanspolitikken har altså utfordringer her. For det første vil en ekspansiv finanspolitikk føre til ytterligere press på lønninger og priser når det igjen blir press på økonomiens kapasitet. OECD (2010) sine beregninger slår fast at produksjonsgapet i Norge nå kun er noe negativt og er i en stigende trend. Det argumenteres også fra flere økonomer, der i blant Bjørnland (2010), for at Norge har bygd opp en så stor offentlig sektor at det vil være umulig å opprettholde den over tid, gitt handlingsreglen. En annen bekymring indikerer at mange av de midlertidige implementeringene av velferdsordninger i 2009 har en mer permanent karakter i 2010 (OECD, 2010). Det kan virke som om politikerne er lite velvillige når det kommer til å reversere implementerte velferdsordninger.

Det er videre interessant å se på de langsiktig samfunnsøkonomiske gevinstene av dagens ekspansive politikk. Det er gjerne to faktorer vi vil ta tak i: vil den ekspansive finanspolitikken bidra til langsiktig økonomisk vekst? Og er det fornuftig å bygge opp en enda sterkere offentlig sektor kontra og la arbeidskraften omskoleres i det private næringsliv?

Den grunnleggende tankegangen om stimulering av aggregert etterspørsel gjennom offentlig forbruk stammer fra Keynes teori fra 1930-tallet. Denne teorien sier at økt offentlig forbruk vil stimulere aggregert etterspørsel gjennom en multiplikatoreffekt. Dette innebærer i tilfelle at etterspørselen øker mer en den initiale økningen i offentlig forbruk. En empirisk undersøkelse (Barro, 2009) viser dog ingen bevis for en slik sammenheng. Selv om sammenhengen er positiv er det altså ingen signifikans for at sammenhengen er større enn 1. Det er derfor grunn til å argumentere for at implementering av offentlig prosjekter i en lavkonjunktur i høyere grad bør vurderes etter nåverdier og langsiktig gevinst og i mindre

⁹ Ytringene kom fra sentralbanksjef Svein Gjedrem i forbindelse med rentemøte 28. oktober 2009. Konferansen kan sees i sin helhet via <http://media01.smartcom.no/Microsite/go.aspx?eventid=4037&urlback=null&bitrate=3545481>.

grad gjenspeile partipolitiskavhengige avveininger. På den måten vil finanspolitiske tiltak ikke bare stimuler til en midlertidig økning i aggregert etterspørsel, men også kunne sørge for at ressursoverføringen medfører langsiktig økonomisk vekst.

Det har vært en oppbygging av ansatte i offentlig sektor under finanskrisen. Dette har naturligvis bidratt til lavere arbeidsledighet gjennom uroen. Spørsmålet er hva som skjer når økonomien igjen er i en normal situasjon og vi står igjen med en relativt større offentlig sektor. Norsk stillingsvern gjør det vanskelig å reversere tiltakene og kan ha medført at myndighetene i større grad har bedrevet en ufornuftig strukturpolitikk kontra en fornuftig konjunkturpolitikk. Med det mener vi at det ville vært større gevinst av å la arbeidskraften omstrukturere seg til langsiktig fornuftige stillinger kontra å bygge opp en sterkere offentlig sektor¹⁰. Dette er naturligvis også et argument for at det vil bli vanskelig å reversere offentlige utgifter og returnere til handlingsregelen i overskuelig fremtid.

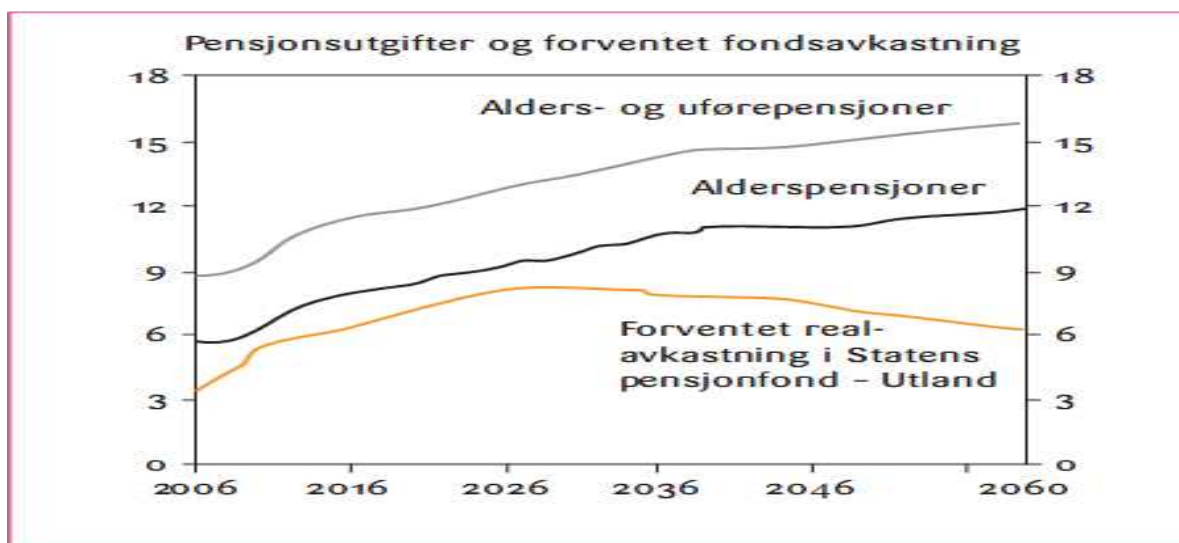
5.6.1 Handlingsregelen og SPU:

Det har lenge vært klart at den demografiske utvikling i Norge tilsier en stadig større andel av befolkning i pensjon. Samtidig vil petroleumsvirksomheten reduseres i fremtiden. Det er dermed betraktelig utfordringer knyttet til fremtidige pensjonsforpliktelser og stabil lav arbeidsledighet og høy sysselsetting. De langsiktige utfordringene knyttet til dette tilsier at bruken av oljeinntekten bør bringes tilbake til handlingsregelen innen en rimelig tidshorisont. En relativ aldring av befolkningen vil kreve større utgifter til folketrygden og økte kostnader knyttet til helse og omsorg. Imidlertid vil bedret helse kunne føre til høyere yrkesdeltagelse blant eldre. Det er uansett mye som tyder på at det vil være vanskeligere å reversere de ekspansive budsjettene etter hvert som tiden går (Brunstad, 2009).

Med forutsetning om at bruken av oljeinntekter videreføres i 2010 realtermer inntil man er tilbake til handlingsregelen i 2018 vil Norge være i en situasjon der utgifter til folketrygden og realavkastningen fra petroleumsvirksomheten for alvor skiller lag fra om lag 2026.

¹⁰ Professor Espen Henriksen argumenterte også for dette i forbindelse med samfunnsøkonomenes valutaseminar 2010.

Figur 17: Dekobling mellom utgifter til folketrygden og forventet realavkastning fra SPU



Kilde: Brunstad, 2009.

Når vi samtidig vet at en relativt stor andel av befolkningen vil være i en situasjon der behovet for pleieomsorg og pensjon er tiltakende i denne perioden er det grunn til å argumentere for at finanspolitikken ikke bare bør reverseres, men også ligge under handlingsregelen for å spare inn det tapte (Brunstad, 2009).

Det er derfor av mange (Bjørnland, 2010; Brunstad, 2009) rettet spørsmål om handlingsregelen er levedyktig etter de siste årenes ekspansive budsjettpolitikk. Bare for å komme tilbake til handlingsregelen må de offentlige utgiftene også kuttes på områder som kan være politisk belastende. Finanspolitikken kan dermed stå ovenfor et inkonsistensproblem der partier som tar ansvar for disse kuttene kan tenkes å miste politisk makt.

Det er videre grunn for å diskutere utformingen av handlingsregelen. Både forutsetningen angående den nominelle avkastningen og bruken av inflasjonen som deflator for realavkastningen legger grunnlag for å argumentere for at handlingsregelen per i dag er for ekspansiv i forhold til og kun innfase forventet realavkastning.

5.6.1.1 Nominell avkastning:

Anslaget i handlingsregelen impliserer at fondet skal ha en realavkastning på 4 prosent over tid. Per i dag deflateres den nominelle avkastningen med konsumprisveksten. Med forutsetning om at inflasjonen ligger likt inflasjonsmålet over tid impliserer dette at den nominelle avkastningen må ligge på minst 6,5 prosent i gjennomsnitt over tid. Dermed vil den langsiktige realavkastningen være minst 4 prosent og handlingsregelen vil være effesient i den

forstand at den sikrer gradvis innfasing av oljeinntektene samtidig som den ikke tærer på fondets absolutte størrelse. En slik måte å avregne realavkastningen på sikrer at prisveksten nøytraliserer når bruken av SPUs avkastning realiseres.

Hvis vi legger historiske tall til grunn ser vi at SPUs referanseindeks har hatt en årlig nominell avkastning på 4,41 prosent i årlig gjennomsnitt i perioden fra 1998 til og med 2009. Avkastningen er målt i fondets valutakurve. Til sammenlikning har avkastningen de siste fem årene vært 3,82 prosent. Realavkastningen fra SPU har vært 2,7 prosent, målt i årlig gjennomsnitt, siden fondets oppstart (St.meld. nr. 10 (2009-2010)).

Den nominelle avkastningen fra SPU kan dermed være en feilkilde når 4 prosent realavkastning legges til grunn i handlingsregelen. I en situasjon der den nominelle avkastningen ligger konstant under 6,5 prosent i gjennomsnitt over tid vil til og med 4 prosent innfasing av oljeinntektene føre til en reduksjon av fondets størrelse når inntektene fra petroleumsvirksomheten etter hvert reduseres. Utformingen av handlingsregelen vil i tilfelle ikke medføre levedyktighet over tid.

Det virker dermed klart at både den nominelle avkastningen og avkastningen i realtermer har ligget godt under det som ligger til grunn for handlingsregelen. En situasjon der denne tendensen vedvarer legger grunnlag for en omstrukturering av handlingsregelen hvis grunntanken om generasjonskontrakten skal videreføres. Hvis ikke kan det tenkes at reglen om 4 prosent innfasing ikke tilsvarer den langsiktige realavkastningen, men spiser av fondets absolutte størrelse over tid.

5.6.1.2 Inflasjonsforutsetningen:

En annen mulig feilkilde kan være inflasjonsforutsetning som ligger til grunn for beregningen av realavkastningen. Dette kan være et problem fordi de offentliges inntekter i stor grad styres av sysselsettingen. I så måte er de offentliges rettigheter til å beskatte inntekter og formue til personer og bedrifter statens viktigste aktivum. Det kan dermed argumenteres for at statens inntekter styres, i større grad, av lønnsveksten. Når man ser en slik sammenheng blir det et spørsmål om man burde bruke forventet lønnsvekst for å deflatere den nominelle avkastningen fra SPU.

En slik deflatering vil kunne tenkes å virke stabiliserende på statens inntekter og dermed forbruk. I år der lønnsveksten er lav vil statens inntekter gjennom skatter og avgifter

reduseres, samtidig vil den relativ lavere lønnsveksten føre til en høyere realavkastning fra SPU. Man kan dermed tenke seg en mekanisme som sikrer et jevnt forbruk av oljeinntektene, samtidig som en slik deflatering legger grunnlaget for stimulering av arbeidsmarkedet i perioder der lønnspresset ikke er i likevekt.

Det kan dermed være interessant å se på den prosentvise innfasingen av oljeinntekter i tilfelle der lønnsveksten blir brukt som deflator for den nominelle avkastning av SPU. Det virker klart at en slik deflatering ville medført en strammere finanspolitikk.

5.7 Samspillet mellom pengepolitikken og finanspolitikken

En situasjon der finanspolitikken og pengepolitikken behandler hverandre som eksogene vil man kunne observere en konflikt mellom de overnevnte. I litteraturen gjerne kalt "slaget om produksjonsgapet". Dette kan komme av at det finanspolitiske ikke tar innover seg den nødvendige endringen i produksjonen som må til for å nå inflasjonsmålet eller at de gjennom ekspansive budsjetter streber etter et sysselsettingsmål som inflaterer økonomien på lang sikt. Det er dermed viktig at det finanspolitiske implementer sentralbankens reaksjonsmønster i sine modeller. På den måten vil det finanspolitiske se muligheten de har for å påvirke rentenivået og virke kontrasyklisk med minst mulig variasjon i rentenivå og valutakurs (Norges Bank, 1999).

Det kan i så måte argumenteres for at den ekspansive finanspolitikken har medført en relativt strammere pengepolitikk de siste årene. En ekspansiv finanspolitikk fører til en strammere pengepolitikk i første rekke for å motvirke virkningen på valutakursen. Men like viktig er reverseringen av de finanspolitiske tiltakene. Som Norges Bank har presisert vil en fortsatt ekspansiv finanspolitikk føre til en relativt strammere pengepolitikk i tiden som kommer. Dette er problematisk, i første rekke, for konkurranseutsatt sektor.

Rentenivået i Norge var relativt høyt før uroen gjorde utslag i kredittmarkedet. Dermed hadde sentralbanken stort handlingsrom for å påvirke norsk økonomisk utvikling. Pengepolitikken er i tillegg antatt å ha relativt stor effekt på privat konsum i Norge fordi mye av gjelden er tatt med flytende rente. Når vi samtidig erkjenner at finanspolitiske tiltak er vanskelig å reversere og tar relativt lengre tid for å gjøre utslag i økonomien er det mye som taler for at pengepolitikken burde blitt brukt mer resolutt i forhold til finanspolitikken.

Spørsmålet er derfor om pengepolitikken skulle få brukt sitt spillerom før finanspolitiske tiltak ble implementert. Når den finanspolitiske tiltakspakken ble implementert var styringsrenten på 3 prosentpoeng og hadde fortsatt handlingsrom. En mer ekspansiv pengepolitikk kombinert med en nøytral finanspolitikk ville medført en lavere rentedifferanse mot utlandet, en relativt lavere ekspansjon av de offentlige budsjettene, vært langt lettere å reversere og, i hvert fall i teorien, bidratt til et relativt bedret bytteforhold mot våre handelspartnere. I så måte kunne finanspolitikken sin oppgave vært å stimulere økonomien i en situasjon der styringsrenten eventuelt nærmet seg null (Steigum, 2009).

Det er naturligvis hensyn som også veier mot et lavt rentenivå over tid. I norsk økonomi, starten av 2009, dreide dette seg i stor grad om økende kredittvekst og aktivapriser. Dette taler, isolert, i mot en nullrentepolitikk.

5.8 Internasjonal sammenligning av finanspolitikken

Det er gjort undersøkelser som viser at de realøkonomiske konsekvensene av en finanskriser er større i land med høy statsgjeld. Blant annet viser OECD (2009c) til at en ekspansiv finanspolitikk tenderer til å ha en kraftig reaksjon i finansmarkedene og fører til at markedsrentene øker når finanspolitikken brukes for å stimulere til økonomisk aktivitet i land med høy offentlig gjeld. En slik sammenheng gjorde at Norge stod ovenfor en situasjon der offentlige finanser kunne brukes i større grad uten at dette gjorde utslag i de finansielle markedene.

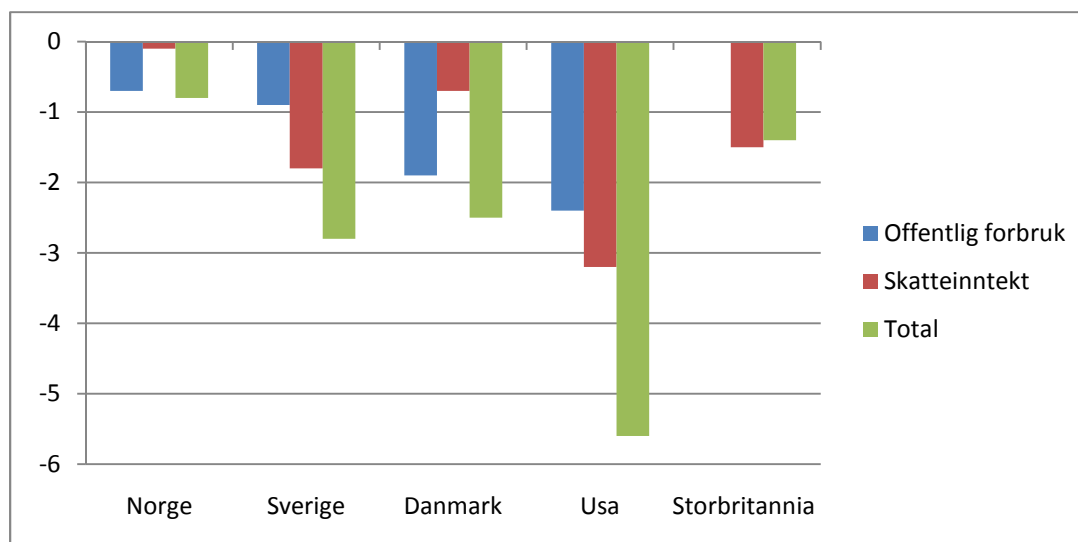
Målt som andel av BNP for fastlands-Norge ligger den foreslåtte bruken av oljeinntektene 2,25 prosent høyere enn estimert fondsavkastningen. Til sammenligning estimerer OECD at det strukturelle underskuddet i USA vil komme opp i 10,2 prosent som andel av BNP i 2010. Storbritannia har et estimert strukturelt underskudd på 10,7 prosent. Den samme tendensen ser man i Japan og mange av de europeiske landene (DNBNOR, 2010b). Videre antas det at mye av den økonomiske veksten vi har sett den siste tiden er en konsekvens av finanspolitiske stimuleringspakker. En uønsket høy gjeldsgrad kombinert med reversering av offentlige utgifter antas å medføre lav vekst i OECD landene i årene som kommer.

Sett i forhold til Sverige og Danmark er Norge mindre rammet av finanskrisen. Likevel er det i Norge vi har sett den mest ekspansive finanspolitikken, mye fordi oljeinntektene gir oss et større spillerom til å stimulere markedene gjennom finanspolitikken. Også innretningen av

finanspolitikken har vært forskjellig mellom disse landene. I Norge har regjering i stor grad økt bruken av oljeinntektene gjennom økt offentlig forbruk. I Sverige og Danmark har derimot skattelettelse vært en av de viktigste finanspolitiske tiltakene. Som vi tidligere har argumentert for er det grunn til å tro at økte offentlige utgifter vil stimulere økonomien i større grad enn skattelettelse, jamfør gjeldsnøytralitet og Ricardiansk ekvivalens.

En sammenligning av OECD landene viser at Sverige reduserte skatteinntektene med 2,8 prosent av BNP i årene 2008 – 2010. Av disse var 1,5 prosent redusert inntekt fra personbeskatningen. Som det kommer frem av figur 17 har også Danmark, USA og Storbritannia redusert skatteinntekten i større grad enn Norge, målt som prosentvis andel av BNP.

Figur 18: Prosentvis effekt av finanspolitikk på driftsbalansen i årene 2008 – 2010



Kilde: OECD(2009a).

Mens Norge har redusert formuen gjennom en klar ekspansiv bruk av oljeinntektene stod mange av de overnevnte landene ovenfor en allerede til dels stor netto statsgjeld. Dette har gjort at Norge hadde større spillerom da det ble nødvendig med ekspansiv finanspolitikk. Selv om Norge hadde en mer ekspansiv finanspolitikk enn både Sverige og Danmark i absolutte tall ser vi at den prosentvise andelen av BNP er langt mindre i Norge.

Også de fremvoksende landene som Kina, Brasil og India har klart seg relativt godt gjennom finanskrisen. Med overskudd på handelsbalansen og valutareserver stod disse landene godt rustet til å møte krisen. For disse landene forventes det en vekstrate på mellom 7 og 8 prosent i gjennomsnitt for både 2010 og 2011 (Veidekke, 2010).

Dette gjør også at Norge har en relativt lettere utfordring når det kommer til å reversere den ekspansive budsjettpolitikken og normalisere utgiftene.

5.9 Liten åpen økonomi

Norge er som kjent en liten åpen økonomi med frie kapitalmarkeder. Det var dermed i praksis umulig for Norge å skjerme seg fra den internasjonale kredittkrisen som oppstod da Lehman Brothers gikk konkurs. Samtidig tilsier dette at Norge har liten påvirkningskraft på den internasjonale økonomiske utviklingen og må forholde seg til økonomisk utvikling og rentesettingen hos våre handelspartnere.

For at en liten åpen økonomi skal opprettholde konkurransevnen ovenfor utlandet er rentesettingen avgjørende. En for stor rentedifferanse mot utlandet vil skape uro i kronkursen. Når utviklingen i norsk økonomi er i utakt med utlandet kan det dermed være krevende å sette styringsrenten. En situasjon slik vi så i 2009 med stigende formuespriser og økt privat forbruk i Norge vil isolert tilsi et økt nivå på styringsrenten. Samtidig var renten internasjonalt svært lav. En tiltakende styringsrente kunne dermed medføre stigende kronkurs, svakere arbeidsmarked og lavere inflasjon.

Norges økonomiske utvikling er avhengig av den internasjonale etterspørselen etter norskproduserte varer. En situasjon der de ekspansive stimuleringspakkene må reverseres samtidig som tilgangen på kreditt antagelig vil være redusert, sett i forhold til årene før finanskrisen, tilsier høy usikkerhet knyttet til økonomisk utvikling hos våre handelspartnere.

Om lag halvparten av Norges industriproduksjon blir eksportert til utlandet. En internasjonal utvikling med lavere etterspørsel etter disse varene vil antagelig bety et redusert behov for sysselsetting i konkurranseutsatt sektor i fremtiden.

Det blir videre et spørsmål om effekten av finanskrisen vil endre nivået på potensiell produksjon både hos oss, men kanskje spesielt hos våre handelspartnere. Hvis dette er tilfelle vil det ha implikasjoner for fremtidig vurdering av presset i økonomiens kapasitet, politisk respons og konkurranseutsatt sektor.

5.10 Langsiktig utvikling

En endring i potensiell produksjon kommer fra endringer i økonomiens kapasitet. Finanskrisen kan dermed ha endret potensiell produksjon og trendveksten for økonomien gjennom endringer i faktorene i produktfunksjonen som arbeidskraft, kapital og faktorproduktivitet.

Fra arbeidsmarkedet er det flere faktorer som bestemmer den langsiktige utviklingen i arbeidsledighetsraten. Fra tidligere kriser har man sett at arbeidstyrken som innsatsfaktor i produksjonsfunksjonen kan reduseres gjennom redusert arbeidsstyrke i seg selv, samt økt nivå på den langsiktige likevekten for arbeidsledighet.

Effekten av finanskriser på veksten i arbeidstyrken er i teorien usikker. I tiden etter en finanskriser vil den høye arbeidsledigheten og den reduserte tilgangen på nytt arbeid kunne føre til at arbeidssøkere melder seg ut av markedet. Denne effekten er spesielt sterk i land der det er muligheter for tidlig pensjonering. I andre tilfeller kan man se en tendens til at land øker sin pensjonsalder, noe som i tilfelle kan bidra til at folk står lengre i jobb. Dette drar i tilfelle i retning av en økning i arbeidstyrken. En annen effekt som vil dra i retningen av en utvidet arbeidsstyrke er tilfeller der medlemmer av en familie, som i utgangspunktet ikke var i lønnet arbeid, melder seg inn i arbeidstyrken for å bidra til familiens inntekt (OECD, 2009b).

For det andre kan en finanskriser bidra til endringer i det langsiktige nivået for arbeidsledighet. Dette er det nivået på arbeidsledigheten som er konsistent med stabil inflasjon over tid. Langsiktige endringer i den naturlige raten for arbeidsledighet vil kunne komme fra strukturelle endringer i arbeidsmarkedet.

I tiden etter en finanskriser vil man typisk se et behov for relokalisering av arbeidstyrken til nye sektorer. Når et arbeidsmarked trenger en slik respons i et marked som er lite fleksibel for strukturelle endringer vil det kunne ta tid og omstille seg. Dette drar i retning av økt arbeidsledighet på mellomlang sikt. I arbeidsmarked der det er vanskelig å si opp ansatte eller der arbeidsledige har gode velstandsordninger, vil man også se en tendens til økt strukturell arbeidsledighet. Det vil kunne være vanskelig å finne seg en ny jobb. Dermed kan det ta tid for de som mistet jobben under finanskrisen, å finne seg et nytt arbeid med det første (OECD, 2009b).

En bekymring er derfor at økningen i ledigheten fører til økt strukturell arbeidsledighet. Dette kommer gjerne av at arbeidere som har stått uten arbeid over tid blir mindre attraktive ovenfor arbeidsgivere, som en konsekvens av redusert humankapital. I tillegg kan intensiteten til å søke nytt arbeid reduseres (OECD, 2009b). Historisk virker denne effekten å være større i europeiske land enn i de ikke europeiske nasjonene. Dette impliserer i tillegg at den langsiktige arbeidsledigheten setter mindre press på lønninger og inflasjon i de europeiske nasjonene og kan på den måten bidra til at nivået på arbeidsledigheten forblir relativt høy over tid.

Som et eksempel er forventet økning i den strukturelle arbeidsledigheten i USA og Japan på mellom 0,1 prosent og 0,2 prosent i perioden 2007-2010, mens den i Europa i samme tidsperiode forventes å ligge på om lag 1,5 prosent. Dette impliserer en strukturell arbeidsledighet på 9 prosent i denne regionen. Tilsvarende tok det 10 år for den strukturelle arbeidsledigheten å falle med samme prosentandel, til 7,5 prosent i 2008.

En studie gjort for å estimere konsekvensene av finanskrisen på langsikt har OECD (2009b) estimert at arbeidsledigheten vil falle i alle områder, fra en topp i 2010 på 9,75 prosent til 6,5 prosent i 2017. De konkluderer videre med at arbeidsledighetsraten vil ligge på et høyere nivå i de europeiske landene enn det som var tilfelle før krisen. Dette kommer av den antatt relativt store økningen i den strukturelle arbeidsledigheten. Som sagt tenderer denne til å øke i takt med arbeidsledighetsraten i Europa, men tenderer ikke mot å reverseres i samme grad når arbeidsledigheten faller igjen.

Når det kommer til kapital som innsatsfaktor argumenter Furceri & Mourougane (2009) for at en finanskrisen vil redusere insentivene til å investere i kapital. Dette kommer av den relativt lavere etterspørselen etter bedrifters varer og tjenester, samt økt usikkerhet rundt investeringens avkastning og risiko. Finanskrisen reduserte også tilbudet av kredittlån, noe som medførte strengere betingelser og redusert avkastning for bedriftene. Den relativt lavere kapitalintensiteten kan tenkes å vedvare som en konsekvens av økt risikoaversjon og økt kapitalkostnad

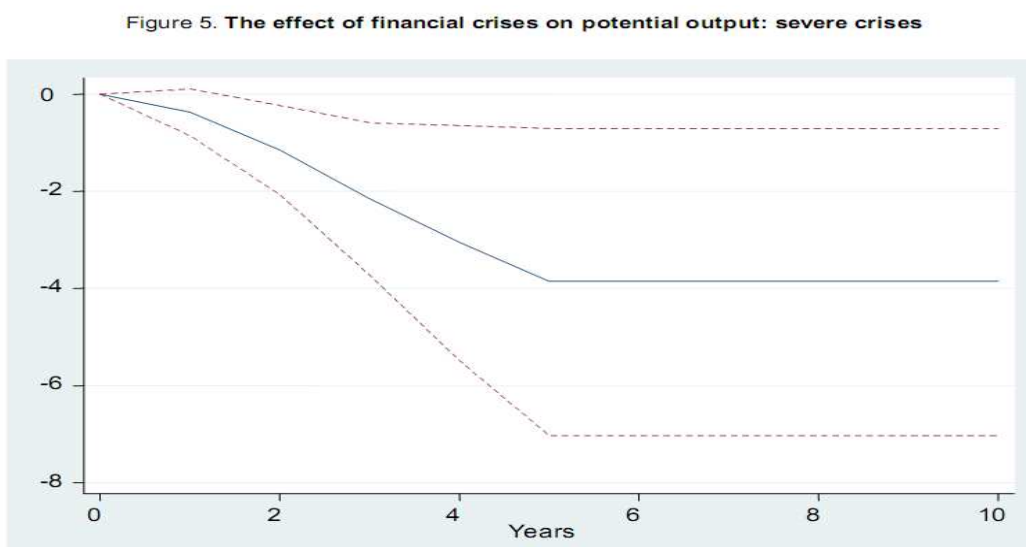
Den økte risikopremien tenderer også til å redusere investeringer på forskning og utvikling. Dette bidrar til å redusere faktorproduktiviteten. I tillegg er investering i innovasjon en prosyklisk variabel. Investeringsraten kan dermed forventes å falle dramatisk i tiden før og under en krise. Dette fører til redusert produktivitet. På den andre siden kan en finanskrisen

medføre at bedrifter omstrukturer og finner mer effektive løsninger for å minimere tap. Dette vil dra i retning av en relativt høyere produktivitet. A priori er det dermed vanskelig å slå fast effekten av finanskrisen på faktorproduktiviteten.

Det vil også være effekter som påvirker potensiell produksjon på sikt av mer indirekte karakter. Disse effektene kommer gjerne fra den finanspolitiske responsen. For eksempel vil økte offentlige utgifter på prosjekter som forbedrer, for eksempel, infrastruktur kunne ha positiv langsiktig effekt på den potensielle produksjonen. På den andre siden vil et midlertidig skift i offentlige utgifter kunne føre til et permanent skift i offentlig gjeld. Noe som vil dra i retning av lavere vekst på sikt.

Empirisk arbeid gjort på tidligere resesjoner og kriser (Furceri & Mourougane, 2009; Kim, Morley & Piger, 2005; Cerra & Saxana, 2008) konkluderer med at effekten på potensiell produksjon er negativ. Det er derimot mindre effesiens for at finanskriser endrer trendveksten i produksjonen over tid. Dette impliserer at en finanskrise fører til et permanent negativt skift i potensiell produksjon. Slik at potensiell produksjon blir liggende på et permanent lavere nivå, men med lik trendvekst. I følge Furceri & Mourougane (2009) ligger dette skiftet på mellom 1,5 prosent og 2,5 prosent i gjennomsnitt etter et sjokk. Dette fallet er markert høyere når man kun legger til grunn de store finanskrisene. Når Furceri & Mourougane (2009) estimerer fallet i potensiell produksjon etter fem relativt store finanskriser siden krisen i Spania i 1977 kommer det frem at det negative skiftet er så mye som 4 prosent.

Figur 19: Effekten av finanskrisen på potensiell produksjon



Kilde: Furceri & Mourougane (2009).

Som det kommer fram av figur 18 vil potensielle produksjonen falle i ca 5 år etter krisen og legge seg på et permanent lavere nivå for potensiell produksjon etter dette. For 2010 estimerer OECD (2009b) at veksten i den potensielle produksjonen vil falle med 1,5 prosent. I 2017 er den potensielle produksjonen estimert å ha falt med 2,75 prosent. Videre har OECD estimert at 2/3 av fallet i potensiell produksjon kommer fra reduserte investeringer og den påfølgende avtagende veksten i kapital som innsatsfaktor (OECD, 2009b).

Dette impliserer at sentralbanker og politiske organer må ta hensyn til en ny trendverdi for produksjon i årene som kommer. I tilfeller der dette blir oversett vil en vurdering av faktisk produksjon opp mot det potensielle nivået for produksjon medføre en større vektlegging på produksjonsgapet enn det som i realiteten vil være tilfelle. Videre vil dette føre til en undervurdering av inflasjonspresset, der kun en liten vekst i etterspørselen vil kunne skape et signifikant inflasjonspress

6. Oppsummering og lærdom

Vi skal i den følgende kort ta for oss lærdommer fra de siste årenes reisesjon samt oppsummere oppgaven. Tyngden vil ligge på norsk økonomi. Vi vil i så måte ta for oss finansmarkedet, finanspolitikken og pengepolitikken.

6.1 Reguleringer av kredittmarkedet

Finanskrisen avdekket flere problemer med det finansielle systemet. Ikke nødvendigvis spesielt i Norge, men også norske banker fikk likviditetsproblemer kort tid etter at likviditeten stoppet opp høsten 2008. At et for lavt rentenivå, internasjonalt, medvirket til krisen virker klart. Et internasjonalt lite regulert finansielt marked virker derimot å være en minst like viktig årsak til den internasjonale uroen.

Vi skal av den grunn i de følgende ta for oss tidshorisontproblemet, samt argumentere for et mer motsyklisk kapitaldekningskrav for bankene.

6.1.1 Tidshorisontproblemet

Uroen i kredittmarkedet avdekket at norske banker ikke er immune mot internasjonal finansiell uro. Selv om innskuddsdekningen og egenkapitalen altså var relativt god for norske banker før kredittkrisen. Et problem er at banker typisk har kortsiktige innlån, enten fra kunder eller lån fra andre banker, samtidig som utlån gjerne er langsiktig, for eksempel i form av boliglån. Dette skaper det som gjerne omtales som tidshorisontproblemet.

Forskjellig løpetid på innlån og utlån førte til at også norske banker fikk problemer kort tid etter Lehman Brothers konkurs. Avhengigheten av kortsiktig finansiering fra pengemarkedet var antagelig for stor. Det er dermed viktig at også norske banker øker andel likvide midler, og innlån med lang løpetid, slik at de i større grad kan håndtere uro i det internasjonale markedet.

Det som står igjen som en lærdom fra uroen i kredittmarkedet er at tillitten mellom banken må bedres. I urolige tider virker det klart at banker også med god innskuddsdekning og egenkapital blir rammet av enkelt bankers fallende soliditet. På samme måte som enkelt kunders innskudd er sikret gjennom sikringsordningen bør markedet reguleres slik at tillitten mellom finansielle institusjoner bedres i urolige tider. Vi vil, som Tirole (2009), argumentere

for en sentralisert tilnærming der transaksjoner mellom to parter innebærer en oppgjørssentral som vil fungere som en motpart til handelen. Oppgjørssentralens oppgave vil da være å sikre oppfyllelse av en kontrakt ved å tre inn som part eller garantist i interaksjonen mellom to finansielle institusjoner.

6.1.2 Motsykliske kapitaldekningskrav

Det kan virke som om norske banker i for stor grad har vært medsykliske i sin utlånspraksis. Med det mener vi at de tenderer til å låne ut relativt sett mer i høykonjunkturer enn lavkonjunkturer. På den måten vil kapitaldekningen tendere til å være lav i høykonjunkturer og høy i lavkonjunkturer. Dette bidrar også til å forsterke konjunkturutslagene. Det vil etter alt å dømme være fornuftig å regulere utlånspraksisen slik at kapitaldekningen styrkes i høykonjunkturer, og eventuelt reduseres i lavkonjunkturer. Er en slik regulering gjennomførbar vil det også kunne tenkes at en slik praksis til en viss grad kan demme opp for den høye volatiliteten i formuesprisene.

Utlånspraksisen, spesielt i markedet for boliger, virker å være svært medsyklisk. Dette skyldes antagelig at kapitalkravet for boliglån er svært lavt. 1 krone i egenkapital kan stå bak så mye som 250 kroner i boliglån (Norges Bank, 2009f). Dette gjør det mulig å låne ut svært mye til dette formålet i gode tider og bidrar antagelig til den høye volatiliteten vi har sett i markedet for boliger. Reguleringer som skjerper inn kravet til egenkapitaldekningen vil derfor være å anbefale.

Et motsyklisk kapitaldekningskrav innebærer nødvendigvis at innskuddsdekningen skjerpes i gode tider. Egenkapitalen til gitt risiko bør skjerpes slik at kapitalkravet gjenspeiler risikoen over hele konjunkturen (Norges Bank, 2009f). Dermed vil banker i større grad være rustet til å møte fremtidige uroligheter.

Norge er en liten åpen økonomi med frie kapitalmarkeder. Dette gjør at det, også for oss, er høyst aktuelt å diskutere et internasjonalt rammeverk for regulering av finansielle institusjoner. Som finanskrisen har vist oss var reguleringen av de finansielle produktene, boligmarkedet og det finansielle systemet lite tilfredsstillende internasjonalt, særlig i USA, men også i andre vestlige land. Dette legger grunnlag for å etablere et internasjonalt krav til synlighet, kapitaldekningskrav og måtehold i gode tider.

6.2 Pengepolitikk

Den økonomiske politikken tenderer til å endres etter store kriser. Etter depresjonen i USA på 1930-tallet var det Keynes teori som vokste frem. Etter oljepriskrisen på 1970-tallet var det ny- keynesianske rammeverket som var fremtredene. Det er naturligvis viktig at vi også denne gangen tar lærdom og utbedrer det pengepolitiske rammeverket.

Det er lite som taler for å gå bort fra inflasjonsstyringen. At en stabil inflasjon legger et nominelt anker for økonomien er fortsatt viktig. Samtidig er inflasjonsstyringen fleksibel, noe som legger grunnlag for å lære av og forbedre dagens pengepolitiske rammeverk.

Det pengepolitiske må lære av utviklingen på 2000-tallet. I så måte er det to faktorer vi vil ta for oss i det følgende. For det første vil vi argumentere for at Norges Bank i større grad må ha et eksplisitt uttrykk for en normal rente i normale tider. For det andre vil vi se nærmere på hvordan sentralbanken kan forbedre den implementerte reaksjonsfunksjonen.

6.2.1 Normalrente i normale tider og robust kontroll

Rentenivået, internasjonalt, i årene før krisen la grunnlaget for økende formuespriser og sterk kredittvekst. Særlig i USA, men også i Norge så man slike tendenser. Det var på denne tiden en konflikt mellom lav inflasjon og høy kapasitetsutnyttelse. Lav importert inflasjon sammen med høy produktivitet la grunnlaget for at renten ble holdt for lavt, antagelig for lenge.

Det kan derfor argumenteres for at produksjonen burde veid tyngre i sentralbankens reaksjonsmønster. Man bør antagelig vurdere å etablere et eksplisitt mål for en normal rente når aktiviteten i økonomien er normal. En slik regel vil kunne inngå i reglene for optimal rentebane, og eventuelt eksplisitt i reaksjonsfunksjonen, og på den måten også sette presedens for markedets langsiktige renteforventning.

En videre konsekvens av dette er en relativ høyere lambdaverdi i sentralbankens tapsfunksjon. Hvis man la opp til et reaksjonsmønster der hensynet til produksjon, kapasitetsutnyttelse og aktivitet veide relativt tyngre ville man kunne sørge for at rentenivået i større grad gjenspeiler innenlandsk etterspørsel og kredittvekst. På den andre siden vil dette antagelig bety at inflasjonsmålet nåes på relativt lengre sikt. Med dette argumenterer vi for at hensynet til inflasjonen har veid for tungt i rentesettingen på mellomlang sikt.

Et for lavt rentenivå kan legge grunnlaget for at vi også i fremtiden kan oppleve finanskriser. Et for høyt rentenivå vil kunne utløse den. Vi vil derfor anbefale en eksplisitt uttrykt

normalrente i sentralbankens reaksjonsmønster. Anslaget fra Norges Bank tilsier en normal nominell rente på mellom 4,5 og 5,5 prosent i pengemarkedet. Anslaget tilsier altså at den normale realrenten ligger i leiet 2 til 3 prosent, i den forstand at pengepolitikken i dette intervallet er antatt nøytral (Norges Bank, 2010).

Ser vi på historisk data har styringsrenten vært 5,03 prosent i årlig gjennomsnitt i perioden 1991 til 2009. Pengemarkedsrenten har vært 5,68 prosent i gjennomsnitt i samme periode. Historisk har realrenten dermed vært 2,53 i årlig gjennomsnitt. Vi ser at pengemarkedsrenten historisk har ligget 0,55 prosent høyere enn styringsrenten i gjennomsnitt. Når denne legges til grunn vil en realrente ligge på 3,08 prosent. I tilfelle impliserer dette en nominell normal pengemarkedsrente på 5,58 prosent.

Med dette grunnlaget kan det virke som Norges Bank har juster ned realrenten som antas forenelig med trendveksten i økonomien. I perioden 2014 – 2019 er trendveksten antatt å ligge på mellom 2,5 – 2,75 prosent i Norge (Norges Bank, 2010). Dette, sammen med historiske data, tilsier en normalrente på om lag 5,5 prosent. Vi vil derfor konkludere med at en normalrente vil ligge i leiet mellom 5 og 6 prosent.

Tabell 2: Historisk årlig gjennomsnitt, renter og inflasjonsmål i prosent..

	Styringsrenten	Pengemarkedsrente 3mnd
Årlig gjennomsnitt (1991 - 2009)	5,03	5,68
	Inflasjonsmål	
Inflasjonsmål fra 2001	2,5	
	Realrente (gitt inflasjonsmålet)	
Årlig gjennomsnitt (1991 - 2009)	2,53	

Kilde: Norges Bank

Dette er ikke noe argument for ikke å reagere resolutt på fremtidig økonomisk uro, snarere tvert imot. En normal rente i normale tider legger et godt utgangspunkt for å reagere markert når den økonomiske situasjon skulle tilsier det.

Vi argumenterte tidligere for at renten ble brukt for lite ekspansivt i Norge gjennom uroen, i hvert fall der den tradisjonelle tapsfunksjonen blir lagt til grunn. Pengepolitikken har en del fordeler fremfor finanspolitikken. Både det faktum at markedet reagerer på en endring i styringsrenten i timene etter et rentemøte og at reversering av tiltak er langt lettere taler for at pengepolitikken burde få spilt ut sitt handlingsrom i større grad. Spesielt i starten av 2009. Også hensynet til kronkursen og rentens sterke påvirkningskraft på norsk økonomi taler for dette.

6.2.2 Reaksjonsfunksjonen

Det er videre grunnlag for å argumentere for et eksplisitt mål for boligpriser i reaksjonsfunksjonen. Boligpriser er en betydelig faktor for norsk husholdninger, blant annet fordi økte boligpriser slår ut i refinansieringer og dermed høyere disponibel inntekt. Markedet for bolig kan også sees på som et marked som ikke er spesielt selvregulerende. Økt etterspørsel fører typisk til økte priser som fører til økt etterspørsel. En slik effekt legger også grunnlag for spekulative investeringer, økt kredittvekst og ytterligere refinansieringer.

En implementering av boligprisene i reaksjonsfunksjonen kan være vanskelig fordi en korrekt identifisering av boligprisnivået avhenger av flere forklaringsvariabler. Studier av Jacobsen & Naug (2004) viser at de viktigste forklaringsvariablene for boligprisen er rente, nybygging, arbeidsledighet og husholdningenes inntekter. Det er imidlertid vanskelig å finne klare sammenhenger mellom forklaringsvariablene og boligprisen fordi forklaringsvariablene inneholder stor usikkerhet. Det er altså vanskelig å si med sikkerhet i hvilken grad endringer i de ulike forklaringsvariablene vil slå ut i boligprisen. Gulbrandsen (2006) hevder at alle analyser gjort på boligpriser er beheftet med stor usikkerhet og de analysene som foreligger ikke gir et entydig svar.

Sentralbanken har etter alt å dømme, i hvert fall til en viss grad, styrt etter utviklingen i boligmarkedet. Boligpriser har dog aldri vært eksplisitt uttrykt i reaksjonsmønstre i den forstand at Norges Bank ikke har et eksplisitt mål for utviklingen i formuespriser og kredittvekst. Om dette er fornuftig er et spørsmål det er vanskelig å gi et kort svar på. Verken statsmyndighetene eller Norges Bank ønsker dette per i dag.

Vi vil likevel argumentere for at både formuespriser og kredittvekst bør veie tyngre i reaksjonsfunksjonen også i tider der inflasjonsforventningene er moderate på mellomlang sikt.

6.3 Finanspolitikk

Den finanspolitiske stimuleringen var sterk gjennom ekspansive budsjetter både 2009 og 2010. Finanspolitikkenes påvirkningskraft på aggregert etterspørsel ble dermed brukt i stor grad i gjennom krisen. Faktisk i så stor grad at det i etterkant, blant flere, blir argumentert for at handlingsregelen er lagt død.

Finanspolitikken har virket positivt på BNP-veksten i både 2009 og 2010. I begge årene i overkant av 2 prosent. Samtidig ble det rettet inn tiltak for å bedre bankens likviditet. Begge tiltakene har vært viktige for å redusere konsekvensene av banknæringens kredittkrise og redusere virkningen i realøkonomien. Slik vi ser det var tiltakspakken til banknæringen viktig og riktig, det er større usikkerhet rundt tiltakspakken rettet inn mot den aggregerte etterspørsel. Både fordi pengepolitikken fortsatt hadde stort handlingsrom på den tiden og fordi de svært ekspansive budsjettene blir vanskelig å reversere.

Det er også interessant å se på hvordan det finanspolitiske har implementert sine tiltak. Vi har argumentert for at de finanspolitiske tiltakene i større grad bør reflektere samfunnsøkonomisk optimale investeringer kontra en populistisk partiavhengig implementering. Det kan tenkes at man gjennom etablering av et partipolitisk uavhengig organ kan sikre at tiltak i større grad fører til investeringer i prosjekter med samfunnsøkonomisk positiv nåverdi.

6.3.1 Er handlingsregelen død?

Handlingsregelen er død når den ikke lengre setter føringer for den finansøkonomiske politikken. I tillegg legger handlingsregelen opp til et avvik fra 4 prosent regelen når den økonomiske situasjonen krever det. Norske myndigheter og opposisjon virker å vise villighet til å forholde seg til en gradvis innfasing av SPU slik handlingsreglen definerer den. Dette taler for at handlingsregelen ikke er lagt død.

En viktig diskusjon er også handlingsregelens utforming. Både den nominelle avkastningen, inflasjonen som deflator og fremtidige pensjonsforpliktelser trekker i retning i å argumentere for at til og med 4 prosent innfasing av SPU over statsbudsjettet er for ekspansivt i forhold til å opprettholde generasjonskontrakten.

Det dermed grunn til å spørre seg om handlingsregelens utforming er god nok. Dette begrunner vi med at mye tyder på at en årlig gjennomsnittlig innfasing av SPU på 4 prosent

virker å spise av fondets absolutte størrelse over tid. Er dette tilfellet er det på alle måter et viktig tema for fremtidig utredning.

6.3.2 Innkonsistensproblemet og finanspolitisk råd?

Vi har argumenter for at det politiske står ovenfor et inkonsistensproblem. En periode der det er nødvendig med innstramning i statsbudsjettet kan bli svært politisk krevende i kombinasjon med valg. Der det altså kan tenkes at partier som tar ansvar for finanspolitisk reversering kan tenkes å miste maktposisjoner.

For å minimere konsekvensen av valgsyklusene vil vi argumentere for å etablere et politisk uavhengig finansråd. Både Sverige og Danmark har allerede et slikt organ. Oppgavene kan være å vurdere myndighetenes økonomiske politikk, etablere en liste over samfunnsøkonomisk optimale investeringsprosjekter samt jobbe mot en langsiktig levedyktig finanspolitikk. Samtidig kan det tenkes at et finansråd vil gjøre det lettere for de politiske partiene og forholde seg til en langsiktig fornuftig finanspolitikk. Da de vil ha en uavhengig vurdering å lene seg mot, noe som antagelig vil lette den offentlige debatten.

Litteraturliste:

- Aamo, B. S. (2008). *Den internasjonale finanskrisen – bakgrunn, spredning og virkning for det norske finansmarkedet*. Hentet fra http://www.finanstilsynet.no/archive/stab_ppt/01/02/Denin047.ppt
- Akram, Q. F. & Winje, P. (2008). Oppgang i oljeprisen – fundamentale og finansielle faktorer. *Aktuell kommentar, 1*. Hentet fra http://www.norges-bank.no/Upload/Publikasjoner/Aktuell%20kommentar/2008/AK1_08.pdf
- Akram, Q. F. (2009). Commodity prices, interest rate and the dollar. *Energy Economics*, 31(6), 838 – 851.
- Baker, D. & McArthur, T. (2009). *The Value of the “Too Big to Fail” Big Bank Subsidy*. Hentet fra <http://www.cepr.net/documents/publications/too-big-to-fail-2009-09.pdf>
- Balke, N. S. (1991). Modeling Trends in Macroeconomic Time Series. *Economic and Financial Policy Review May*, 19-33.
- Barro, R. J. (2009). *Voodoo Multipliers*. Hentet fra <http://www.bepress.com/ev/vol6/iss2/art5/>
- Benedictow, A. (2006). Norsk økonomi – en konjunkturhistorie. *Samfunnsspeilet*, 5(6), 108-114.
- Bergo, J. (2006). Prognoser, usikkerhet og valg av renteforutsetning i pengepolitikken. *Penger og kreditt*, 34(6), 15 – 21. Hentet fra http://www.norges-bank.no/templates/report___46535.aspx
- Bernanke, B. S. (2004). *Conducting monetary policy at very low short-term interest rates*. Hentet fra <http://www.bis.org/review/r040121e.pdf>
- Bjørnland, H. C. (2010). *Statsbudsjett seminar 2010*. Hentet fra http://www.bi.no/Info-avdelingFiles/artikkelbilder/Statsbudsjettseminar%202010_Hilde_Bjornland.pdf
- Blanchard, O. & Perotti, R. (1999). An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending on Output. *NBER Working Paper*, 7296.
- Blinder, S. A. (2004). The Case Against The Case Against Discretionary Fiscal Policy. *CEPS Working Paper*, 100.
- Brunstad, R. J. (2009). Er handlingsregelen død?. *Samfunnsøkonomen*, 62(8), 4-8.

- Bruce, E. (2009). Lave renter lenge, men likevel tregt eiendomsmarked. *Magma*, 5(12).
Hentet fra <http://www.sivil.no/magma.asp?FILE=2009/05/0106.html>
- Bårdsen, G. & Nymoens, R. (2002). Rente og inflasjon. *Norges Bank Working paper*, 2.
- Cappelen, Å. & Eika, T. (2010). 2000-tallet: Fra optimisme til krise. *Statistisk Sentralbyrå rapporter*, 14. Hentet fra http://www.ssb.no/emner/08/05/rapp_201014/rapp_201014.pdf
- Carlin, W & Soskice, D. (1990). *Macroeconomics and the wage bargain: A modern approach to employment, inflation and the exchange rate*. New York: Oxford University press.
- Cerra, V. & Saxena, W. C. (2008). Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery. *American Economic Review*, 98(1), 439 – 457.
- DNBNOR. (2009a). *Økonomiske utsikter 1/09*. Hentet fra https://www.dnbnor.no/markets/analyser_og_rapporter/norske_rapporter/
- DNBNOR. (2009b). *Økonomiske utsikter 3/09*. Hentet fra https://www.dnbnor.no/markets/analyser_og_rapporter/norske_rapporter/
- DNBNOR. (2009c). *Økonomiske utsikter 2/09*. Hentet fra https://www.dnbnor.no/markets/analyser_og_rapporter/norske_rapporter/
- DNBNOR. (2010a). *Økonomiske utsikter 1/10*. Hentet fra https://www.dnbnor.no/markets/analyser_og_rapporter/norske_rapporter/
- DNBNOR. (2010b). *Økonomiske utsikter 2/10*. Hentet fra https://www.dnbnor.no/markets/analyser_og_rapporter/norske_rapporter/
- EEAG. (2009). *The financial crisis. EEAG report*, 59 -122. Hentet fra http://www.ifo.de/DocCIDL/eeag_report_chap2_2009.pdf
- Eika, T. (2007). *En oljesmurt økonomi – Med harelabbe over 35 års konjunkturhistorie*. Hentet fra www.ssb.no/ssp/utg/200705/15
- Eika, T. (2008). *Det svinger i norsk økonomi*. Hentet fra www.ssb.no/ssp/utg/200805/13/
- El-Gamal, M. A. & Jaffe, A. M. (2008). The Global Energy Market: Comprehensive Strategies to meet geopolitical and financial risks. *James Baker III Institute for Public Policy Working paper*, Rice University.
- Finansdepartementet. (2009). *Finanskrisen – Hva gjør regjeringen?*. Hentet fra www.regjeringen.no/upload/FIN/Taler/tale_finansforbundet.pdf
- Furceri, D. & Mourougane, A. (2009). The effect of financial crisis on potential output: New empirical evidence from OECD countries. *Economics department working papers*, 699.

- Gustavson, M. & Vinje, V. (2009). *Finanskrisen: Markedssvikt eller styringssvikt? En drøfting av finanskrisens viktigste årsaker*. Hentet fra <http://www.civita.no/publikasjoner/dl/74/>
- Gulbrandsen, K. (2006). *Finansiell stabilitet og formuespriser*. Hentet fra http://www.norges-bank.no/templates/article_18138.aspx
- Henriksen, E. & Windheim, I. (2008). *Finanskrisen – årsaker, virkninger og tiltak. Hvor hender det?*, 9, 1-5.
- Hoenig, T. M. (2009). *Too big has failed*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City. Hentet fra <http://www.kansascityfed.org/speechbio/hoenigPDF/Omaha.03.06.09.pdf>
- Holden, S. (2002). *Ricardiansk ekvivalens – ufullstendig forelesningsnotat*. Hentet fra <http://folk.uio.no/sholden/ricardiansk-ekvivalens.doc>
- Holden, S. (2004). *AS-AD modellen*. Hentet fra <http://folk.uio.no/sholden/ECON2310-AS-AD-aug-03.doc>
- Holmsen, A., Qvigstad, J. F. & Røisland, Ø. (2007). *Implementing and Communicating Optimal Monetary Policy. Norges Bank Staff Memo*, 3.
- IEA. (2009). *Energy Outlook 2009*. Hentet fra http://www.worldenergyoutlook.org/docs/weo2009/WEO2009_es_english.pdf
- IEA. (2010). *Oil Market Report 15. januar 2010*. Hentet fra <http://omrpublic.iea.org/demandarchres.asp?demandarch=2010&Submit2=Submit>
- IMF. (1999). *Financial Sector Crisis and Restructuring- Lessons from Asia. Occasional paper*, 188. Hentet fra <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/opfinsec/index.htm>
- IMF. (2009). *Initial Lessons of the Crisis*. Hentet fra <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609.pdf>
- IMF. (2010). *World Economic Outlook- Rebalancing Growth. World Economic and Financial Surveys*, 188, 8. Hentet fra <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/index.htm>
- Jacobsen, D. H. & Naug, B. (2004): "Hva driver boligprisene?", *Penger og Kreditt*, 4, 229-240.
- Jacobsen, D. H., K. Solberg-Johansen & Haugland, K. (2006). *Boliginvesteringer og boligpriser*, *Penger og Kreditt*, 34(4), 229–241.
- Kim, C. J., Morley, J. & Piger, J. (2005). *Nonlinearity and the Permanent Effects of Recessions. Journal of Applied Econometrics*, 20.

- Knudsen, N. K. & Saltvedt, T. M. (2009). Risikostyring – før og etter finanskrisen. *Magma*, 12(8), 63 – 76.
- Kredittilsynet. (2009). *Rapport for finansinstitusjoner 2008*. Oslo: Kredittilsynet. Hentet fra <http://www.finanstilsynet.no>
- Lehman Brothers. (2008). *Lehman Brothers reports first quarter results*. Hentet fra http://www.lehman.com/press/qe/docs/031808_1q08.pdf
- Mohn, K. (2007). Hva er det med oljeinvesteringene? *Magma*, 10(6), 83 – 95.
- Mohn, K. (2008). Oljepris, petroleumsvirksomhet og norsk økonomi. *Samfunnsøkonomen nr. 1*, 1-11.
- NHO. (2008). *Utenrikshandelen*. Hentet fra <http://www.nho.no/oekonomisk-politikk-og-analyser/utenrikshandelen.article19529-86.html>
- Nordea. (2010). *Økonomisk oversikt januar 2010*. Hentet fra http://www.nordea.com/sitemod/upload/root/www.nordea.com%20-%20uk/Productsservices/eMarkets/eo_no0110.pdf
- Noreng, Ø. (2009). Oljemarkedet og finanskrisen. *Nupi: Hvor hender det?*, 10.
- Norges Bank. (1999). *Samspillet mellom penge- og finanspolitikken under et underliggende inflasjonsmål for en liten åpen økonomi*. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/upload/import/publikasjoner/arbeidsnotater/pdf/arb-1999-15.pdf>
- Norges Bank. (2000). Etterprøving av Norges Banks anslag for 1999. *Penger og kreditt*, 28(4), 247 – 254.
- Norges Bank. (2002). *Strateginotat 3/02*. Oslo: Norges Bank. Hentet fra <http://www.norges-bank.no>
- Norges Bank. (2004). Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet. *Norges Bank skriftserie*, 43, 10 -23.
- Norges Bank. (2006). *Finansiell stabilitet 2/09*. Oslo: Norges Bank. Hentet fra <http://www.norges-bank.no>
- Norges Bank. (2008). *Pengepolitisks rapport 3/08*. Oslo: Norges Bank. Hentet fra <http://www.norges-bank.no>
- Norges Bank. (2009a). *Pengepolitiks rapport 1/09*. Oslo: Norges Bank. Hentet fra <http://www.norges-bank.no>
- Norges Bank. (2009b). *Finanskrisen – Veien videre*. Hentet fra http://www.norges-bank.no/templates/article_75638.aspx

- Norges Bank. (2009c). *Finansiell stabilitet 2/09*. Oslo: Norges Bank. Hentet fra <http://www.norges-bank.no>
- Norges Bank. (2009d). *Pengepolitisk rapport 2/09*. Oslo: Norges Bank. Hentet fra <http://www.norges-bank.no>
- Norges Bank. (2009f). *Erfaringer fra finanskrisen*. Hentet fra http://www.norges-bank.no/templates/article_75541.aspx
- Norges Bank. (2009e). *Pengepolitisk rapport 3/09*. Oslo: Norges Bank. Hentet fra <http://www.norges-bank.no>
- Norges Bank. (2010). *Pengepolitisk rapport 1/10*. Oslo: Norges Bank. Hentet fra <http://www.norges-bank.no>
- Norges Bank Watch. (2010). *An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway*. Oslo: Centre for Monetary Economics. Hentet fra <http://www.norges-bank.no>
- NOU 2000:8. *Arveavgift*. Oslo: Finansdepartementet.
- OECD. (2009a). *Statistics Portal*. Hentet fra http://www.oecd.org/statsportal/0,3352,en_2825_293564_1_1_1_1_1,00.html
- OECD. (2009b). Beyond the crisis: Medium-term challenges relating to potential output, unemployment and fiscal positions. *OECD Economic Outlook*, 1(85), 211- 241.
- OECD. (2009c). *OECD Economic Outlook, Interim report March 2009*. Hentet fra <http://www.oecd.org>
- OECD. (2010). *OECD Economic Surveys: Norway 2010*. Hentet fra <http://www.oecd.org>
- Olje- og energidepartementet. (2009). *Fakta – Norsk petroleumsverksemd 2009*. Oslo: Olje- og energidepartementet.
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2009). The Aftermath of the Financial Crisis. *NBER working paper*, 14656.
- Persson, T. (1989). Inflation, arbeidsløshet & stabiliseringspolitikk. *Økonomiska Rådet*, 71 – 85.
- Røisland, Ø. & Sveen, T. (2005). Pengepolitikk under et inflasjonsmål. *Norsk Økonomisk tidsskrift*, 119, 16 – 38.
- Solheim, H. (2008). Virkninger av økt oljepris på norsk økonomi. *Aktuell kommentar*, 2.
- Spilimbergo, A., Symansky, S., Blanchard, O. & Cottarelli, C. (2008). Fiscal Policy for the Crisis. *IMF Staff Position Note SPN08/01*.

- SSB. (2005). *Økonomiske analyser 2/05*. Oslo: Statistisk Sentralbyrå. Hentet fra <http://www.ssb.no>
- SSB. (2008). *Økonomiske analyser 6/08*. Oslo: Statistisk Sentralbyrå. Hentet fra <http://www.ssb.no>
- SSB. (2009a). *Internasjonal finanskrise - fra uro til krise*. Hentet fra <http://www.ssb.no/forskning/artikler/2009/3/1236011117.84.html>
- SSB. (2009b). *Økonomiske analyser 3/09*. Oslo: Statistisk Sentralbyrå. Hentet fra <http://www.ssb.no>
- SSB. (2009c). *Markert nedgang i fastlandsøkonomien*. Hentet fra <http://ssb.no/knr/arkiv>
- SSB. (2009d). *Negativ vekst i norsk økonomi*. Hentet fra <http://ssb.no/knr/arkiv>
- SSB. (2010a). *Økonomiske analyser 1/2010*. Oslo: Statistisk Sentralbyrå. Hentet fra <http://www.ssb.no>
- SSB. (2010b). *Olje- og gassinvesteringene flater ut*. Hentet fra <http://ssb.no/oljeinv>
- SSB. (2010c). *Venter moderat vekst i produksjonsvolumet*. Hentet fra <http://ssb.no/kbar>
- SSB. (2010d). *Fortsatt svak vekst i fastlandsøkonomien*. Hentet fra <http://ssb.no/knr>
- SSB.(2010e). *Utenriksøkonomi*. Hentet fra http://ssb.no/emner/09/ur_ekonomi
- Steigum, E. (2009). *Internasjonal krise og norsk konjunkturpolitikk*. Hentet fra <http://www.bi.no/Info-avdelingFiles/Forskningskommunikasjon/Finanskrise%20og%20%C3%B8konomisk%20politikk%202001%202009.pdf>
- St. meld. nr. 29 (2000 – 2001). *Retningslinjer for den økonomiske politikken*. Oslo: Finansdepartementet. Hentet fra <http://www.regjeringen.no>
- St.meld.nr.9 (2008 - 2009). *Perspektivmelding 2009*. Oslo: Finansdepartementet. Hentet fra <http://www.regjeringen.no>
- St.meld.nr. 1 (2009 - 2010). *Nasjonalbudsjettet 2010*. Oslo: Finansdepartementet. Hentet fra <http://www.regjeringen.no>
- St.meld. nr. 10 (2009-2010). *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009*. Oslo: Finansdepartementet. Hentet fra <http://www.regjeringen.no>
- St.prp. nr. 37 (2008-2009). *Om endringer i statsbudsjettet 2009 med tiltak for arbeid*. Oslo: Finansdepartementet. Hentet fra <http://www.regjeringen.no>
- Swedberg, R. (2009). *“The Structure of Confidence and the Collapse of Lehman Brothers”*. Cornell: Center for the Study of Economy and Society. Hentet fra

<http://www.soc.cornell.edu/faculty/swedberg/2009%20The%20Structure%20of%20Confidence%20and%20the%20Collapse%20of%20Lehman%20Brothers.pdf>

- Sørensen, P. B. & Whitta-Jacobsen, H. J. (2005). *Introducing Advanced Macroeconomics: Growth and Business Cycles*, København: McGraw- hill education- Europe.
- Taylor, J. B. (2000). Reassessing discretionary fiscal policy. *Journal of Economic Perspectives*, 14(3), 21-36.
- Taylor, J. B. (2008). *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*. Hentet fra <http://www.stanford.edu/~johntayl/FCPR.pdf>
- Tenold, S. (2002). Asia-krisen – fem år senere. *SNF rapport*, 11.
- Thøgersen, Ø. (2004). Finanspolitisk regelstyring: Mindre fleksibilitet – bedre resultater?. *Magma*, 8(2), 54 – 64.
- Tirole, J. (2009). Illiquidity and All Its Friends. Presentert på BIS' konferanse "Financial Systems and Macroeconomic Resilience: Revisited".
- Veidekke. (2010). *Konjunkturrapport for de skandinaviske land*. Hentet fra http://www.veidekke.no/multimedia/archive/00016/Konjunkturrapport_Ma_16718a.pdf
- Woodford, M. (2005). Central Bank Communication and Policy Effectiveness. *NBER Working Paper*, 11898.

