

# GLOBAL URO OG NORSK IDYLL: F

makroøkonomiske lærdommer og utfordringer etter finanskrisen



**GERNOT DOPPELHOFER** er professor ved Institutt for samfunnsøkonomi ved Norges Handelshøyskole i Bergen. Han er samfunnsøkonom (Magister) fra Universitetet i Wien, og ph.d. fra Institutt for samfunnsøkonomi ved Columbia University i New York. Doppelhofer forsker på makroøkonomi, økonomisk vekst og anvendt økonometri. Nye artikler behandler modellusikkerhet, determinanter av økonomisk vekst og finanskriser.



**ØYSTEIN THØGERSEN** er professor ved Institutt for samfunnsøkonomi ved Norges Handelshøyskole (NHH), og han sitter også i NHHs styre. Hans interessefelt omfatter internasjonal makroøkonomi, finansmarkeder og økonomisk politikk. Thøgersen er medlem av Finansdepartementets metodeutvalg. Han har også vært medlem av Norges Banks hovedstyre. I perioder har han vært makroøkonomisk rådgiver for norske meglerhus.

## SAMMENDRAG

Artikkelen diskuterer hvordan finanskrisen som startet i 2007, påvirket verdensøkonomien generelt og Norge spesielt. En utfordring for innhenting etter krisen er høy offentlig og privat gjeld i mange land, noe som er et typisk trekk ved finanskriser. Noen land, som USA, har maktet disse utfordringene godt, mens andre land og regioner, slik som eurosonen, sliter med anemisk vekst samt institu-

sjonelle og strukturelle problemer som begrenser verdiskapingspotensialet. Norge ble mindre rammet av krisen enn så godt som alle andre land. Dels skyldes det vår petroleums- og råvarebaserte næringsstruktur, og dels skyldes det en godt avstemt penge- og finanspolitikk samt gode institusjoner som petroleumsfondet og handlingsregelen. Likevel har også Norge langsiktige utfordringer foran seg.

## 1. INTRODUKSJON

Finanskrisen som for alvor skjøt fart i 2008, utløste den største globale resesjonen siden andre verdenskrig. Resesjonen ble særlig dyp og langvarig som følge av at så godt som alle verdens land hadde en synkronisert utvikling. Når en nå i 2014 betrakter verdensøkonomien, er det derimot slående hvor lite synkronisert utviklingen har vært i perioden etter at resesjonen bunnet ut. Noen land har klart seg mye bedre enn andre på sin vei ut av krisen, herunder USA, som var episenteret av den opp-

rinnelige krisen. Andre økonomier, spesielt i periferien av eurosonen, sliter fortsatt med anemisk vekst, vedvarende systemiske problemer i banksektoren og høy arbeidsledighet. I eurosonen har den underliggende trendveksten i økonomien vært tilnærmet null de siste seks årene, noe som tilsier at etterspørselsstimulansene fra sentralbanken må suppleres med strukturelle reformer på tilbudssiden i økonomiene.

Norge har kommet relativt bra gjennom krisen. Som det vil følge av diskusjonen nedenfor, må det tilskrives

en kombinasjon av mye flaks og en dose solid makroøkonomisk politikk. Flaks i den forstand at vår olje- og råvarebaserte næringssektor i begrenset grad ble rammet av krisen, noe som skyldtes at verdenssetterspørselen etter olje og råvarer ble holdt oppe av sterk vekst i Kina og enkelte andre fremvoksende økonomier. Samtidig fungerte rolledelingen i norsk økonomisk politikk godt, noe som i særlig grad kan relateres til eksistensen av petroleumsfondet og den finanspolitiske handlingsregelen. Spørsmålet er likevel hvor robust norsk økonomi vil være i årene som kommer. I en situasjon hvor aktiviteten i petroleumssektoren ser ut til å passere toppen, vil norsk økonomi gradvis stilles overfor utfordringer som krever betydelig omstillingsevne for å opprettholde stabil velstandsvekst.

I denne artikkelen vil vi først diskutere sammenhengen mellom finanskriser og konjunkturer. Deretter diskuteres de økonomisk-politiske responsene og «oppryddingen» etter krisen. Vårt fokus i denne artikkelen vil primært være på USA, Kina og eurosonen samt Norge. Et gjennomgående tema er hvordan aktiv økonomisk politikk i krisens tidlige fase både hadde gunstige kortsiktige effekter og – i flere tilfeller – betydelige negative effekter på utviklingen et par år senere. Vi avslutter med en diskusjon av utfordringer for Norge og mulige lærdommer fra krisen.

## 2. FINANSKRISEN OG DEN STORE RESESJONEN

Perioden fra begynnelsen av 1980-tallet og frem til midten av 2000-tallet var karakterisert av den heldige kombinasjonen av både stabil vekst og lav inflasjon i de fleste OECD-land. Noen fremvoksende økonomier i Latin-Amerika og spesielt i Sørøst-Asia ble truffet av valuta- og bankkriser på 1990-tallet. Også rike land som USA opplevde episoder med finanskriser slik som den såkalte *savings and loans*-krisen som rammet sparebanker på slutten av 1980-tallet, eller det sterke fallet i aksjemarkedene for spesielt teknologi-intensive bedrifter da *dot-com*-boblen sprakk i 2000. Stabiliseringspolitiske responser fra myndighetene viste seg imidlertid å kunne stabilisere økonomien i etterkant av disse krisene. Makroøkonomer har beskrevet denne perioden som «the Great Moderation».

I en tale i 2005 påpekte Ben Bernanke, daværende sentralbanksjef i den amerikanske sentralbanken (*Federal Reserve*), at sentrale langsiktige faktorer kunne forklare globale finansielle ubalanser. Noen

underskuddsland hadde vedvarende driftsbalanseunderskudd, jf. USA og Storbritannia, mens overskuddslandene med vedvarende driftsbalanseoverskudd omfattet blant annet Tyskland, Japan, land i Øst-Asia og da spesielt Kina, samt olje-eksporterende land, blant annet Norge. Bernanke (2005) la vekt på at den demografiske utviklingen med aldrende befolkning i mange rike land falt sammen med relativt begrensede gode investeringsmuligheter i hjemlandet. En unntagelse var land som hadde kraftig oppgang i bolig- og aksjemarkedene, slik som USA, Storbritannia og land i EUs periferi. I tillegg hadde mange av de fremvoksende økonomiene en klar intensjon om å ha en eksportledet vekst slik at en søkte å holde verdien av egen valuta relativt stabil i forhold til amerikanske dollar. Samlet sett førte det til rikelig tilgjengelighet av global sparing (som Bernanke kalte *the global saving glut*) og lave renterater.

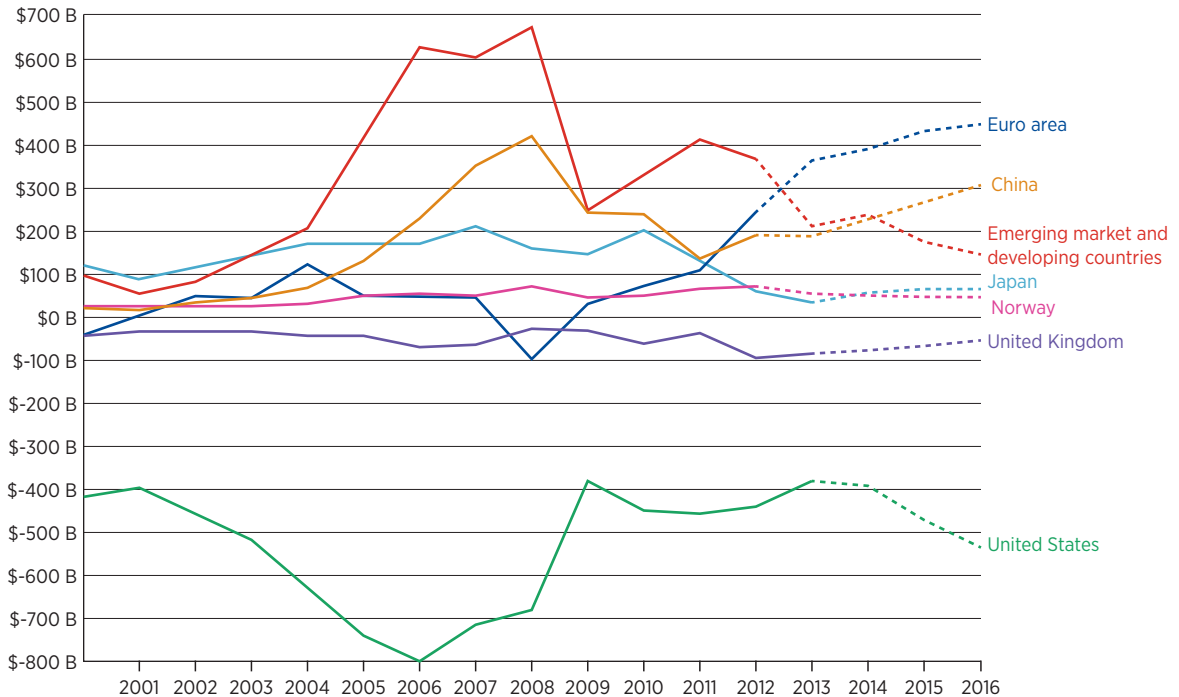
De voldsomme investeringene i bolig- og finansmarkedene i underskuddslandene førte til bobler som sprakk i finanskrisens første fase, som begynte i 2008. Europa ble rammet av krisens andre bølge på grunn av eksponeringen for globale finansielle sjokk og svake offentlige finanser. Det viste seg også at rammeverket for den økonomiske og monetære union (ØMU) var sårbart for systemiske problemer i banksektoren, og at den ikke i tilstrekkelig grad sikret en effektiv koordinering av budsjettpolitikken i eurosonens ulike land.

Figur 2.1 viser utviklingen av driftsbalansene i et utvalg av land fra år 2000 og frem til i dag, samt prognoser frem til 2016 fra IMF (Det internasjonale pengefondet). Etter korreksjonene i kriseårene 2008–09 ser vi en lignende utvikling som den Bernanke observerte, men med noen nyanser. Overskudd fra fremvoksende økonomier har begynt å avta, noe som er konsistent med den normalt anslåtte utviklingen hvor globale kapitalstrømmer går til raskt voksende land med yngre befolkning. Kina er en viktig unntagelse med sin vedvarende svært høye sparing. Europa er i ferd med å bli en overskuddsregion etter som konsolideringen av offentlige og private ubalanser i eurosonen fortsetter i en situasjon preget av relativt lav vekst og en aldrende befolkning.

## FINANSKRISER OG KONJUNKTURSUKLUSER

Eksistensen av dype, systemiske finanskriser som oppstår synkront med alvorlige resesjoner, er på ingen måte noe ukjent fenomen i nær og fjern økonomisk historie.

FIGUR 2.1 Globale driftsbalanser, mrd. amerikanske dollar.



Velkjente eksempler før den globale finanskrisen oppstod i 2007, er krisene i Norge ved overgangen fra 1980- til 1990-tallet og i Japan på begynnelsen av 1990-tallet. I en serie av arbeider basert på omfattende datasett fra en rekke land har de amerikanske forskerne Carmen Reinhart og Kenneth Rogoff presentert regulariteter i forbindelse med disse episodene, se eksempelvis Reinhart og Rogoff (2009 og 2010). Dette har utløst stor oppmerksomhet og debatt. Disse regularitetene gir uansett nyttige perspektiver på forståelsen av utviklingen de siste årene og også på utfordringene i årene som kommer.

Reinhart og Rogoff (2009) dokumenterer hvordan systemiske bankkriser gir særlig alvorlige økonomiske tilbakeslag karakterisert av i) dype og langvarige fall i aksje- og boligpriser, ii) dramatiske resesjoner med et gjennomsnittlig fall i BNP på mer enn ni prosent over to år samt sterkt vekst i arbeidsledighet, og iii) en voldsom vekst i offentlig gjeld. Konklusjonen er således at systemiske bankkriser historisk har syntes å være ledsaget av dypere og mer alvorlige resesjoner enn ved andre tilbakeslag. Rent umiddelbart er dette konsistent med

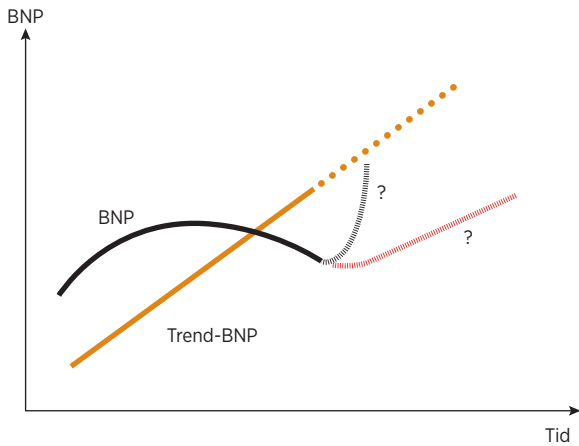
at finanskrisen fra 2007 og fremover ga den globalt sett største resesjonen siden annen verdenskrig.

Det internasjonale pengefondet (IMF) presenterte i 2009 analyser som komplementerte Reinhart og Rogoff.<sup>1</sup> IMF's analyser fokuserer spesielt på hvordan bankkriser ser ut til å gi sterkt vedvarende negative skift i banen for underliggende trend-BNP («potensielt BNP»). Begrepsbruken viser her til dekomponering av observert, sesongjustert BNP (målt i faste priser) i en trendkomponent og en sykluskomponent. Mens trendkomponenten er bestemt av strukturelle tilbuds-sidefaktorer (produktivitet i vid forstand, arbeidstilbud og realkapital), fanger sykluskomponenten opp at fluktuasjoner i aggregert etterspørsel gjør at BNP kan avvike fra den underliggende trenden.

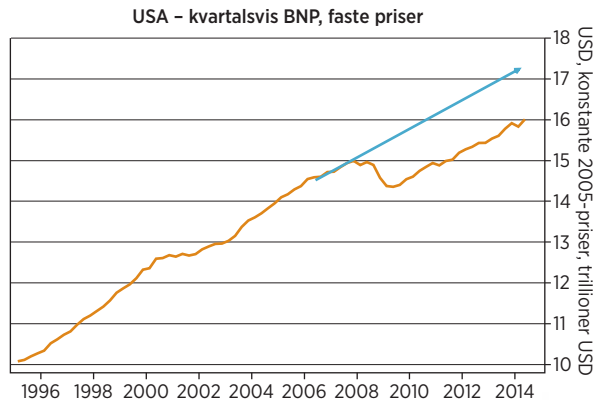
En typisk tradisjonell konjunktursyklus er illustrert i figur 2.2 ved at en resesjon bunner ut på et gitt tidspunkt og så avløses av sterk vekst som leder til tilbakevending til en antatt stabil trendbane. Både Reinhart

1. Se spesielt IMF *World Economic Outlook October 2009* samt *World Economic Outlook April 2009*.

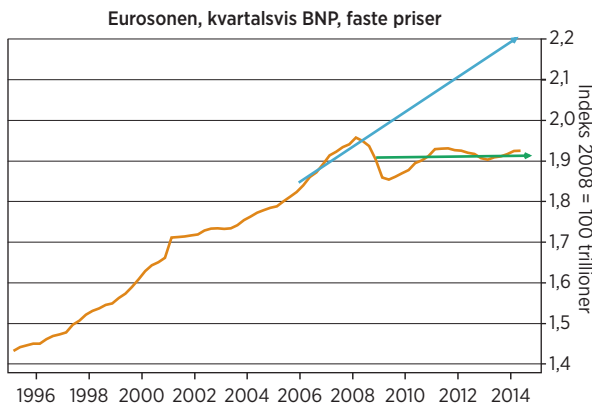
**FIGUR 2.2** Alternative konjunkturforløp etter at en resesjon har bunnet ut – tilbakevending eller ny trend (i rødt)?



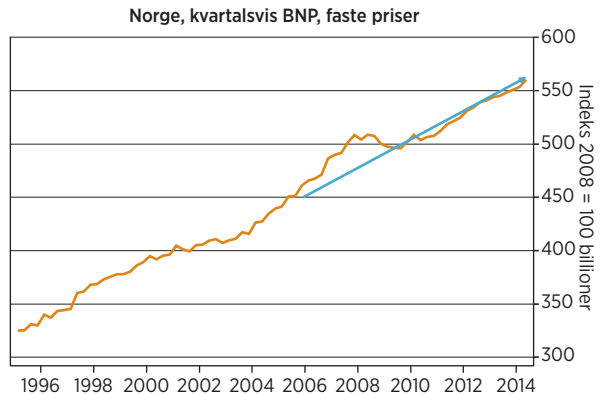
**FIGUR 2.3** Konjunkturutviklingen i USA 1995–2014. Blå pil indikerer anslått trendbane for BNP før finanskrisen.



**FIGUR 2.4** Konjunkturutviklingen i eurosonen 1995–2014. Blå pil indikerer anslått trendbane for BNP før finanskrisen. Grønn pil indikerer anslått ny trendbane.



**FIGUR 2.5** Konjunkturutviklingen i Norge 1995–2014. Blå pil indikerer anslått trendbane for BNP før finanskrisen.



og Rogoffs og IMF's analyser gir imidlertid en sterk indikasjon på at systemiske bankkriser meget vel kan gi opphav til den alternative utviklingsbanen i figuren. I denne banen (merket med rødt) oppstår det ikke en retur til pre-krisetrendbanen etter at resesjonen er over. I stedet har selve trendbanen fått et langvarig negativt skift, potensielt i kombinasjon med en langvarig svakere vekstrate for BNP, slik at avstanden til pre-krisetrenden fortsetter å øke.

IMF's nevnte rapporter presenterer både case-eksempler og gjennomsnittsberegninger for et stort

utvalg av land som illustrerer at systemiske bankkriser kan gi opphav til et realøkonomisk forløp slik som illustrert i prinsippskissen i figur 2.2. Det kan likevel diskuteres hvorvidt dette har sterk generalitet. Eksempelvis illustrerer IMF's beregninger at det er store forskjeller mellom ulike episoder. Noen land har opplevd særlig dramatiske tilbakefall, slik som i tilfellene med Japans «tapte tiår» etter krisen på begynnelsen av 1990-tallet og ikke minst i Hellas etter den siste finanskrisen. Andre land har derimot opplevd at systemiske bankkriser ikke har gått på bekostning av en retur til pre-

krisetrendbanen. Disse observasjonene kan relateres til et annet kritisk punkt, nemlig hvordan en skal diskriminere mellom alvorlige systemiske bankkriser og andre, makroøkonomisk sett mindre dramatiske finanskriser, jf. Cochrane (2012).

Ettersom det nå har gått seks år siden den store globale resesjonen startet i 2008, er det nærliggende å vurdere disse årene relativt til de historiske studiene til Reinhart og Rogoff og IMF. I figurene 2.3, 2.4 og 2.5 illustreres derfor konjunkturutviklingen i henholdsvis USA, eurosonen og Norge for perioden fra 1995 og frem til og med første del av 2014. Vi ser tre distinkt forskjellige utviklingsbaner.

Både den europeiske og den amerikanske utviklingen er konsistent med den historisk observerte tilbøyeligheten til at systemiske bankkriser assosieres med resesjoner karakterisert av et vedvarende negativt skift i økonomiens trendbane. For USA sin del ser vi (figur 2.3) at den store resesjonen bunner ut i 2009. Deretter blir vekstraten omtrent som tidligere, men en ser så langt ikke noe tegn til en gjeninnhenting opp mot pre-krisetrenden. I eurosonen er bildet svært svakt. Etter at den store resesjonen bunnet ut, har utviklingen vært karakterisert av en ny trendbane med tilnærmet nullvekst. Avstanden til pre-krisetrendbanen har vokst seg svært stor, og eurosonen kan være på vei mot et «tapt tiår» slik som Japan på 1990-tallet. For Norges del er utviklingen vesentlig mindre dramatisk. Den store resesjonen var i utgangspunktet ikke særlig stor i Norge. I tillegg er det heller ikke grunnlag for å si at trendbanen har fått noe negativt skift.

Observasjonene gir viktige perspektiver for forståelse og tolkning av finanskrisen og den tilhørende store resesjonen. En viktig innsikt er at den svake utviklingen i mange land og regioner siden 2007–2008 både må tilskrives svak aggregert etterspørsel og strukturelle problemer på økonomiens tilbuds-side. Gjennom massiv makroøkonomisk stabiliseringspolitikk i form av pengepolitikk (lave renter og omfattende likviditetstilførsel) og i mange land stor finanspolitisk ekspansivitet, har myndighetene søkt å motvirke den svake etterspørselen. Problemene med å komme tilbake til pre-krisetrenden må imidlertid i stor grad sees i sammenheng med utfordringene på økonomiens tilbudsside. Selv om disse vil variere mellom land, er det uansett nærliggende å peke på det enkelte land (eller hver region) sin evne til å

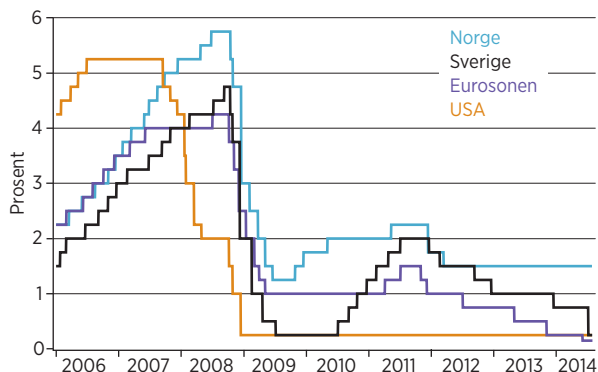
reparere sin banksektor for å unngå vedvarende kredittrasjonering samt behovet for reformer som øker effektiviteten og fleksibiliteten i arbeids- og produktmarkedene. Lands- og regionforskjeller med hensyn til disse faktorene synes å kunne forklare store forskjeller i utviklingsbanene de siste årene. Således er det, som også argumentert av Cochrane (2012), ikke slik at systemiske bankkriser på mekanisk vis gir uunngåelige, vedvarende negative trendeffekter, men at de leder til store utfordringer i den økonomiske politikken som noen land og regioner makter (mye) bedre enn andre. Ofte vil dette påvirkes av hvilken initialsituasjon landet er i med hensyn til om den økonomiske politikken er velfungerende, og om relevante samfunnsinstitusjoner har legitimitet.

#### NORGE GJENNOM KRISEN

Utviklingen i norsk økonomi gjennom finanskrisen fremstår udramatisk sammenlignet med neste alle andre OECD-økonomier. En viktig årsak er den særnorske næringsstrukturen med en dominerende petroleumssektor samt annen råvareproduksjon. Selv om oljeprisen falt dramatisk gjennom høsten 2008, fikk man allerede i annet kvartal 2009 en sterk rekyl til høyere prisnivåer. Dette bidro til at Norge unngikk et sterkt fall i investeringsaktiviteten i petroleumssektoren, noe som ventelig ville bidratt til en mer brutal utvikling i norsk økonomi. Rekylen i oljeprisen må i særlig grad tilskrives sterk, investeringsdrevet kinesisk vekst som gir sterke etterspørselsstimulanser i både oljemarkedet og flere andre globale råvaremarkeder. Slik sett er det riktig å si at Norges petroleums- og råvarebaserte næringsstruktur har skapt en sterk avhengighet til kinesisk vekst, og i 2008–2009 viste dette seg å være en ubetinget velsignelse.

Robust norsk vekst må også sees i sammenheng med en godt avstemt strategi og rolledeling på mange områder av den økonomiske politikken, jf. Steigum og Thøgersen (2014). En interessant observasjon er at de senere års velfungerende penge- og finanspolitikk fikk sin nåværende utforming som respons på erfaringene fra den norske resesjonen og tilhørende store bankkrisen i overgangen fra 1980-tallet til 1990-tallet. En rolledeling hvor finanspolitikken (og den tilhørende akkumulasjonen av petroleumsfondet – Statens pensjonsfond utland) etter hvert fikk en langsiktig forankring via den såkalte *hand-*

FIGUR 3.1 Styringsrenter for et utvalg av sentralbanker 2005–2014.



lingsregelen, og hvor pengepolitikken gjennom en flertrinnsprosess ble lagt om til fleksibel inflasjonsstyring og dermed kunne utgjøre førstelinjeforsvaret i konjunkturstyringen, har vist seg meget hensiktsmessig for norsk økonomi. Tilsvarende bidro både viktige reformer i skatte- og pensjonssystemet samt en serie produktmarkedsreformer og læringseffekter i banknæringen til at norsk økonomi stod godt rustet da finanskrisen inntraff i 2007–2008. Steigum og Thøgersen argumenterer for at evnen til å implementere de nevnte reformene fra rundt 1990 og fremover i stor grad var et resultat av en bredt forankret kriseforståelse. Behovet for omstilling og nye reformer er neppe over for norsk økonomi. I en situasjon hvor aktiviteten i petroleumssektoren ser ut til å ha passert sitt toppnivå, og hvor norsk kostnadsnivå er høyt, er det et kritisk spørsmål om reform- og omstillingsevnen er like god som på 1990-tallet.

### 3. KRISEPOLITIKK OG OPPRYDDING

I den første fasen av den store resesjonen, som kan tidfestes til å vare frem til om lag midten av 2009, var de stabiliseringspolitiske responsene omfattende og dels også synkroniserte mellom de fleste land og regioner. Det er likevel landspesifikke distinksjoner å merke seg, og disse kommer tydelig frem når en studerer tidsdynamikken i sentralbankenes nøkkelrenter, jf. figur 3.1. Vi ser spesielt hvordan den amerikanske sentralbanken gjennom flere steg reduserte sin nøkkelrente fra 5,25 til 2 prosent i perioden fra høsten 2007 til våren 2008. Dette var naturlig i lys av svake utviklingstrekk i amerikansk økonomi, herunder et

svakt boligmarked med fallende boligpriser og krise i *subprime*-segmentet.<sup>2</sup>

*Subprime*-krisen ble lenge sett på som et begrenset amerikansk problem, og sentralbankene i Europa med unntagelse av Storbritannia hevet sine styringsrenter frem til høsten 2008. Den svenske Riksbanken hevet renten til 4,75 prosent så sent som 3. september 2008, under to uker før finanskrisen tok fart for alvor som følge av konkurs i den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers. Samtidig lå eksempelvis renten i eurosonen på 4,25 prosent og i Norge på 5,75 prosent. Vekstbildet i Europa var gjennomgående svakt i første del av 2008, men persepsjonen i de ulike sentralbankene var at potensielle stagflatoriske tendenser slik en hadde opplevd på 1970-tallet, måtte unngås.<sup>3</sup> Dette endret seg brått utover senhøsten 2008 da det ble klart at finanskrisen var et globalt fenomen som ble ledsaget av betydelige fall i aggregert etterspørsel i de aller fleste land. I de påfølgende månedene ble rentene redusert til svært lave nivåer i alle land. Den amerikanske sentralbanken (Federal Reserve) initierte også den første runden med ukonvensjonell pengepolitikk i form av omfattende kjøp av amerikanske boliglånsobligasjoner.<sup>4</sup> Samtidig fikk finanspolitikkenes automatiske stabilisatorer virke, og en rekke land implementerte også særlige keynesianske finanspolitiske stimulanstiltak.

Den gradvise realiseringen av dybden og omfanget av den globale resesjonen innebar at utviklingen og de makroøkonomiske politikktresponsene hyppig ble vurdert opp mot den store depresjonen på 1930-tallet. Internasjonalt var det bred konsensus om å unngå 1930-tallets mangelfulle stabiliseringspolitikk. I stedet ble man vitne til en synkronisert, massiv etterspørsels-

2. Subprime-segmentet viser til den delen av boliglånkundene som har svakest privatøkonomi og lavest kredittverdighet.

3. Stagflasjon betegner en situasjon med lav vekst og (relativt) høy inflasjon. Situasjonen i første del av 2008 var preget av avtagende vekst samtidig som det var indikasjoner på at vedvarende høye råvarepriser begynte å få virkning på konsumprisveksten i mange land. Norges Banks pengepolitiske rapport nr. 2/2008 gir eksempelvis uttrykk for en slik situasjonsbeskrivelse og påpeker viktigheten av at høyere inflasjonsforventninger ikke bør få feste seg hos publikum. Utviklingen gjennom året endret situasjonsbeskrivelsen i alle land. Det ble klart at finanskrisen og tilhørende kollaps i bolig- og eiendomsmarkeder utløste et kraftig, negativt etterspørselssjokk. Det var i en slik situasjon ingen grunn til å frykte noe inflasjonspress, snarere ble det en kamp mot deflatoriske tilstander i mange land.

4. Dette blir gjerne referert til som den amerikanske sentralbankens QE1-program (*quantitative easing 1*).

stimulans, og en unngikk omfattende proteksjonistiske tiltak slik som under den store depresjonen. Inntrykket er at den massive doseringen av de penge- og finanspolitiske stimulansene i de fleste større økonomier hadde sin bakgrunn i myndigheters og sentralbankers eksplisitte risikoforståelse, som gikk ut på at manglende stimulans kunne lede til en ny depresjon. Gitt problemene i verdens finansmarkeder, svært svak privat etterspørsel og raskt stigende arbeidsledighet i de fleste land, var dette en logisk holdning. Den globale resesjonen i 2008 og 2009 ble den største og mest alvorlige siden den annen verdenskrig, men de nevnte politikeres responsene bidro til at den ble langt fra så alvorlig som den store depresjonen.

I finanskrisens andre fase, fra om lag sommeren 2009 og fremover, ble avveiningene i politikuttøvelsen mer krevende. For det første skyldtes dette at rommet for tradisjonell stabiliseringspolitikk ble «brukt opp», og spesielt på det pengepolitiske området måtte flere sentralbanker utvikle og implementere utradisjonelle virkemidler i et betydelig omfang. For det andre hadde det sin bakgrunn i at aktivistisk stabiliseringspolitikk ofte innebærer gunstige kortsiktige effekter til prisen av mer langsiktige kostnader. Tydeligst var dette på det finanspolitiske området, hvor flere land, spesielt i Sør-Europa, fikk oppleve at «lang sikt» ble realisert allerede i 2013 da svekkede statsfinanser ga sterkt økende statlige lånekostnader. I tillegg ble avveiningene i politikken ytterligere komplisert av ulike institusjonelle faktorer som kom til å spille en betydelig rolle, særlig i eurosonen.

Konsistent med Reinhart og Rogoffs (2009) presentasjon av den økonomiske utviklingen etter systemiske bankkriser (se avsnitt 1 overfor) har en rekke land i etterkant av finanskrisen fått oppleve sterk vekst i offentlig gjeld. I noen tilfeller, som Hellas, Japan og i noen grad Italia, var offentlig gjeld svært høy før finanskrisen. For de fleste land oppstod imidlertid gjeldskrisene som et resultat av den store resesjonens effekter i form av redusert skatteinngang og økte offentlige utgifter, blant annet knyttet til tiltak for å redde utsatte banker. En rask forverring av gjeldssituasjonen bidro til å redusere rommet for mer ekspansiv finanspolitikk. De færreste land hadde derfor mulighet for å implementere ytterligere finanspolitiske stimulanser, og for flere land ble problemstillingen i stedet hvor store innstramminger som var nødvendige. Situasjonen ga en illustrasjon av at finanspolitisk etterspørselsstimu-

lering var et luksusgode forbeholdt et fåtall land med solide statsfinanser.

I USA oppstod det i flere omganger politiske problemer knyttet til å få politisk aksept for å ta opp nødvendig offentlig gjeld. Dette hang sammen med et tiltagende konfliktfylt og polarisert forhold mellom republikanere og demokrater.<sup>5</sup> I perioder ga dette dysfunksjonelle resultater, slik som da en høsten 2013 ikke klarte å fremforhandle noe statsbudsjett og et stort antall statsansatte for en kort periode ble permittert.

De største statsfinansielle problemene som følge av gjeldskrisen oppstod i eurosonen. Her ble behovet for politikk-koordinering mellom nasjonale og overnasjonale institusjoner satt på alvorlige prøver, og i de mest kritiske fasene var det grunn til å si at euroens fremtid stod på spill.<sup>6</sup> De offentlige gjeldsproblemene i flere av eurosonens medlemsland ble akutte som følge av en dynamikk hvor kraftige budsjettsvekkelser i finanskrisens første fase ledet til stadig høyere statsobligasjonsrenter (se figur 3.2) og dermed ytterligere budsjettsvekkelser.

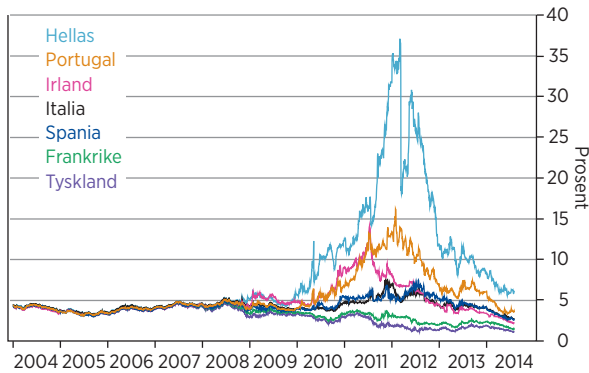
Figur 3.2 viser hvordan utviklingen gjennom finanskrisen endret obligasjonsinvestorenes risikopersepsjon fullstendig. Landspesifikk risiko innad i eurosonen ble ignorert inntil finanskrisen utviklet seg, men tiltok etter hvert kraftig i flere av landene som respons på at statsfinansene kom ut av kontroll. Gradvis vokste det frem en forståelse av at Den europeiske sentralbanken (ESB) og eurosonens øvrige institusjoner og ordninger ikke garanterte for risikodeling mellom eurosonens ulike medlemmer. Konsekvensen ble at Hellas, Portugal og Irland snart stod overfor så høye renter at de i praksis ble stengt ute fra obligasjonsmarkedet. I første omgang ble løsningen for disse relativt sett små landene finansielle redningsaksjoner i regi av IMF og eurosonens egne institusjoner.<sup>7</sup>

Uroen økte imidlertid ytterligere etter hvert som rentene steg for italiensk og spansk statsgjeld. Det var først da ESB på bakgrunn av omfattende diskusjoner

.....

5. Se eksempelvis McCarty mfl. (2006) sin dokumentasjon av tiltagende polarisering i USA.
6. En detaljert diskusjon av den mest kritiske fasen i eurosonens problemer i etterkant av finanskrisen er gitt i *Financial Times'* tredelte serie av analyseartikler, «How the Euro was saved», <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f6f4d6b4-ca2e-11e3-ac05-00144feabdc0.html#axzz39Q6voMrL>, Lesedatoer: 11, 14 og 15 mai 2014.
7. Det dreide seg om ECB, Europakommisjonen samt *the European Financial Stability Facility* (EFSF), som ble opprettet i mai 2010.

**FIGUR 3.2** Renten på tiårige statsobligasjoner i et utvalg av land i eurosonen 2005–2014.



om rammene for sitt mandat introduserte den såkalte OMT-ordningen (*Outright Monetary Transactions*) i august 2012 at utviklingen kom under kontroll. OMT innebar at ESB sa seg klar til å kjøpe statsgjeld fra land i eurosonen som måtte komme i alvorlige statsfinansielle vanskeligheter. Eventuelle støttekjøp skulle skje på strenge betingelser, men disse var ikke definert og kunne med stor sannsynlighet lede til betydelig adferdsrisiko (*moral hazard*). Eksempelvis kunne en tenke seg at insentivene for de politiske myndighetene i enkelte land til å gjennomføre upopulære budsjettreformer ble svekket fordi ESB uansett ville redde situasjonen gjennom å muliggjøre nye gjeldsoptak. ESBs avveining innebar likevel at statsgjeldsproblemets umiddelbare dramatik tilsa at ordningen ble implementert. Effektene ble som ønsket, i hvert fall på kort og mellomlang sikt. ESBs tillit i markedet var nøkkelen til suksessen. Når markedsaktørene hadde tillit til at ESB om nødvendig ville «redde» statsfinansene i utsatte land, var det alene nok til at obligasjonsrentene falt markant. Eksistensen av OMT-ordningen løste på den måten det akutte statsgjeldsproblem uten at det ble nødvendig for ESB å iverksette kjøp av statsobligasjoner i det hele tatt.

OMT-ordningens suksess har gitt de gjeldstyngede landene en viss økning i handlingsrommet med hensyn til dosering og timing av nødvendige statsfinansielle innstramminger. I en situasjon hvor veksten er vedvarende meget svak, er det krevende både å designe «miksen» av innstrammings tiltak og å legge opp til et hensiktsmessig implementeringstempo. Dette reflektere-

res i de observerte spenningene i eurosonen. Landene som sliter med å få implementert innstrammingspolitikk, står i et motsetningsforhold til Tyskland, hvor myndighetene har en klar preferanse for gjeldskon-solidering og etterlevelse av EUs regler for grensene for statsgjeld og budsjettunderskudd.

Politisk er spenningene en logisk konsekvens av at Tyskland i kraft av å være eurosonens største økonomi med relativt sett solide statsfinanser må bære de største finansielle byrdene ved de ulike tiltakene og krisepakkene som er satt i verk. I tillegg kan det være grunn til å spørre om den politiske viljen og evnen til å implementere innstrammingspolitikk begrenses som en følge av eksistensen av OMT og andre ordninger. I land uten vekst og med høy arbeidsledighet må en forvente problemer når publikums persepsjon reflekterer at innstramminger blir påtvunget av andre eurosoneland med Tyskland som anfører. Samtidig er erfaringene at en samlet betydelig etterspørselsstimulans siden 2008 ikke har resultert i vekst i store deler av eurosonen. Som figur 2.4 indikerer, er det nærliggende å peke på at flere land er preget av en svak underliggende veksttrend. Det tilsier at ekspansiv etterspørselspolitikk må suppleres med tilbuds-sidetiltak som gir bidrag til mer effektive arbeids- og produktmarkeder, stimulering av entreprenørskap og innovasjon samt en konsolidert banksektor som ikke rasjonerer kredittgivingen.

På det pengepolitiske området fremviste de fleste sentralbanker betydelig aktivisme også etter at styringsrentene var redusert til nivåer nær null. Den amerikanske sentralbanken initierte flere runder med kvantitative lettelsener, og det over omtalte QE1-programmet fra 2009 fikk følge av QE2-programmet i 2011 og endelig QE3-programmet som ble initiert høsten 2013. Lignende program med omfattende obligasjonskjøp i flere omganger har også blitt gjennomført av den britiske sentralbanken.<sup>8</sup> Mange sentralbanker, inkludert den britiske og amerikanske så vel som ESB og sentralbankene i mange mindre land som Norge og Sverige, har på ulikt vis også søkt å gi sterke signaler om at renten vil bli holdt lav over

8. I tillegg har den japanske sentralbanken initiert et svært omfattende program med kvantitative lettelsener, blant annet i forbindelse med sin pågående økonomisk-politiske strategi kalt *Abenomics* etter statsminister Shinzo Abe.



en lengre periode. Dels har dette skjedd ved såkalt *forward guidance*, som i dette tilfellet innebærer at sentralbanken uttrykker at renten vil bli liggende på et uendret lavt nivå inntil bestemte forhold inntreffer, for eksempel at arbeidsledigheten faller under et gitt nivå. For Norges Bank og andre sentralbanker som publiserer eksplisitte rentebaner, har en på en presis måte gitt denne type signaler ved å presentere rentebaner som uttrykker at neste renteøkning har ligget et godt stykke frem i tid.

Ut fra en helhetlig vurdering er det god grunn til å tro at den ukonvensjonelle pengepolitikken har hatt en viss effekt. Obligasjonsrenter med lengre løpetider har blitt redusert, og likviditeten i banksystemet har blitt holdt godt oppe. I sin tur har det stimulert finansmarkedene bredt sett, og investorene har allokert større deler av sine porteføljer til aksjer og andre mer risikable aktiva for å oppnå høyere avkastning. En har oppnådd noe høyere inflasjon, og valutakursene til landene med omfattende kvantitative lettelsener har blitt noe svakere enn ellers.

Per august 2014 er både USA og Storbritannia i ferd med å avslutte sin eksepsjonelt ekspansive, ukonvensjonelle pengepolitikk. Som respons på en realøkonomi og et inflasjonsbilde som normaliseres, trappes obligasjonskjøpene ned, og en retter oppmerksomheten mot de første økningene i sentralbankens styringsrenter. For eurosonen er imidlertid den pengepolitiske tidsdynamikken annerledes. Vedvarende svak vekst slik som omtalt over, og en tiltagende tendens til deflatoriske utviklingstrekk, medfører for tiden et press på ESB for å initiere kvantitative lettelsener etter mønster av sentralbankene i USA og Storbritannia.

Selv om den lange perioden med ekstremt ekspansiv pengepolitikk samlet sett har bidratt til stabilisering av en krevende økonomisk situasjon, er det på samme måte som for finanspolitikken et potensial for at tiltakene har skapt nye problemer. Et generelt spørsmål er hvorvidt den samlede ekspansiviteten på et tidspunkt vil skape et inflasjonspress som sentralbankene for sent oppdager og motvirker. Sentralbankenes eksplisitte oppmerksomhet om dette temaet kan imidlertid tilsi at risikoen for ukontrollert, tiltagende inflasjon er begrenset. Mer alvorlig er risikoen for at det allerede er skapt finansmarkedsmessige ubalanser i form av mange investorers potensielt overdrevne risikotaging i de senere års lavrenteverden.

En normalisering av pengepolitikken vil kunne skape en brå reversering av de senere års allokeringer, som i sin tur kan lede til store korreksjoner i finansielle markedspriser samt gi signifikante endringer i kapitalstrømmer og valutakurser. De sistnevnte faktorene har et potensial for å skape ustabilitet i enkelte av de fremvoksende økonomier, og da særlig i de landene som har vært karakterisert av sterk, lånefinansiert etterspørselsvekst sammen med annen strukturell politisk-økonomisk risiko.<sup>9</sup>

Kinas utvikling gjennom finanskriseårene har vært helt forskjellig fra andre store land og regioner i den forstand at en nesten fullstendig har unngått en periode med redusert økonomisk aktivitet. Dette gjenspeiler kinesisk stabiliseringspolitikk i 2008. Da den store resesjonen reduserte etterspørselen etter kinesiske eksportvarer, initierte kinesiske myndigheter en massiv innenlands kreditteksjon for å øke realinvesteringene. Dette medførte at bortfall av kinesisk nettoeksport meget raskt ble kompensert av et investeringsnivå som vedvarende har steget til nær 50 prosent av BNP, se Almås mfl. (2012). Suksessen ved å implementere en overgang fra mindre eksportledet vekst til (enda) mer investeringsdrevet vekst, må tilskrives en umiddelbar og massivt dimensjonert tilførsel av kreditt fra det kinesiske statsbanksystemet. På samme måte som for den svært ekspansive politikken i mange andre land diskutert over, har vedvarende høy kredittvekst i Kina skapt nye utfordringer for myndighetene.

Utfordringene kommer til uttrykk ved sterk boligprisvekst i enkelte regioner sammen med en uoversiktlig situasjon i det innenlandske kinesiske kredittmarkedet. Selv om de store statsbankene er solide, har en svært begrenset kunnskap om risikoeksponeringene i det regionale kinesiske skyggebanksystemet. En må forvente at det ekstremt høye investeringsnivået har medført oppstart av mange prosjekter som i ettertid vil vise seg tapsutsatte. I hvilket omfang ulike finansinstitusjoner vil få problemer som følge av dette, er en betydelig risikofaktor for kinesisk økonomi. I lys av dette er det ikke overraskende at den kinesiske vekstmodellen blir betegnet som «unbalanced, unsustainable and uncoor-

9. Eksempler på eksponerte land er Tyrkia, Thailand og Indonesia.

dinated» av kinesiske myndigheter.<sup>10</sup> Den strukturelle løsningen er å få til en utviklingsbane hvor konsumet øker som andel av BNP, mens investeringsandelen faller noe tilbake. En overgang til mer konsumbasert vekst er imidlertid tidkrevende, og den vanskeliggjøres av kinesiske myndigheters sterke ønske om å styre konjunkturutviklingen slik at en unngår at veksten faller særlig langt under dagens målsetning om 7,5 prosent årlig vekst i BNP. Paradokset vil være at myndighetene som følge av kortsiktige konjunktursyn periodevis kan la kredittvolum og investeringsnivå fortsette å øke, noe som vanskeliggjør deres eget ønske om gradvis mer konsumbasert vekst.

Sett i forhold til resten av Europa har den økonomiske veksten i Norge vært vedvarende solid de siste årene. Som det følger av diskusjonen over, må dette tilskrives en kombinasjon av vår petroleums- og råvarebaserte næringsstruktur sammen med godt avstemte penge- og finanspolitiske responser. Finanspolitikken ble dreid i ekspansiv retning i 2009, men det viste seg som følge av mindre dramatiske konjunkturimpulser enn forventet at behovet for ekspansive tiltak ble vesentlig mindre enn initialt anslått. I de påfølgende årene medførte den solide konjunkturutviklingen at finanspolitikken forble konjunkturmessig tilnærmet nøytral. Sett i lys av den statsfinansielle handlingsregelen som tilsier at statlig «petroleumspengebruk» i et «normalår» skal være lik en beregnet fire prosent realavkastning av petroleumsfondet (Statens pensjonsfond utland) verdsatt ved inngangen av året, fremstår finanspolitikken nøktern. Pengebruken oversteg så vidt fire prosent i 2009, men har siden ligget langt under fireprosentbanen. I 2014 anslår myndighetene i revidert nasjonalbudsjett for 2014 en oljepengebruk på 2,7 prosent av fondets verdi.

På den pengepolitiske siden bidro de betydelige rentekuttene inn i 2009 sammen med en serie målrettede tiltak for å avhjelpe temporære, dramatiske utfordringer i norske bankers løpende finansiering, til en normalisering av både konjunkturutviklingen generelt – og av bank- og finanssektorens virksomhet spesielt. Styringsrenten har siden blitt liggende meget lavt, og en sentral årsaksfaktor er svært lave renter

internasjonalt, noe som innebærer at en særnorsk renteoppgang vil kunne gi potensielt sterk appresiering av den norske kronen. Et omdiskutert spørsmål er hvordan renten eventuelt bør avpasses en situasjon hvor norske boligpriser ligger høyt samtidig med at norske husholdningers brutto gjeldsbelastning er blitt svært høy.<sup>11</sup> Norges Bank har i sine redegjørelser i påfølgende utgaver av sin *Pengepolitisk rapport* presisert at robusthet overfor blant annet finansielle ubalanser er et av målene for pengepolitikken (ved siden av inflasjonsmålet og stabilitet i realøkonomien), og modellanalyser viser at robusthetsmålet medfører at renten ligger om lag et halvt prosentpoeng høyere enn den ville gjort uten dette «ekstra» målet. En slik motvindsstrategi i møte med finansielle ubalanser kommer i tillegg til ulike former for såkalt makrotilsyn (*macroprudential policies*) som også har blitt utviklet de seneste årene, det vil si tiltak for å redusere risikoen for systemiske bankkriser slik som krav om kapitaldekning og buffere i bankene og egenkapitalkrav til låntagere.

Et interessant spørsmål er hvorvidt Norges Banks strategi med en diversifisert virkemiddelbruk overfor risiko for finansielle ubalanser er mer hensiktsmessig enn en klar deling av to sett mål og virkemidler. I en slik alternativ tilnærming vil derved renten «kun» ha fokus på inflasjonsmål og realøkonomisk stabilitet (typisk målt ved produksjonsgapet), mens risiko for finansiell ustabilitet ville bli fullt ut håndtert ved hjelp av makrotilsyn. Per september 2014 kan det se ut som dette spørsmålet gradvis kan bli sterkt aktualisert, ettersom de norske konjunktursiktene ser ut til å kunne svekkes som følge av utsikter til lavere aktivitet i petroleumssektoren.

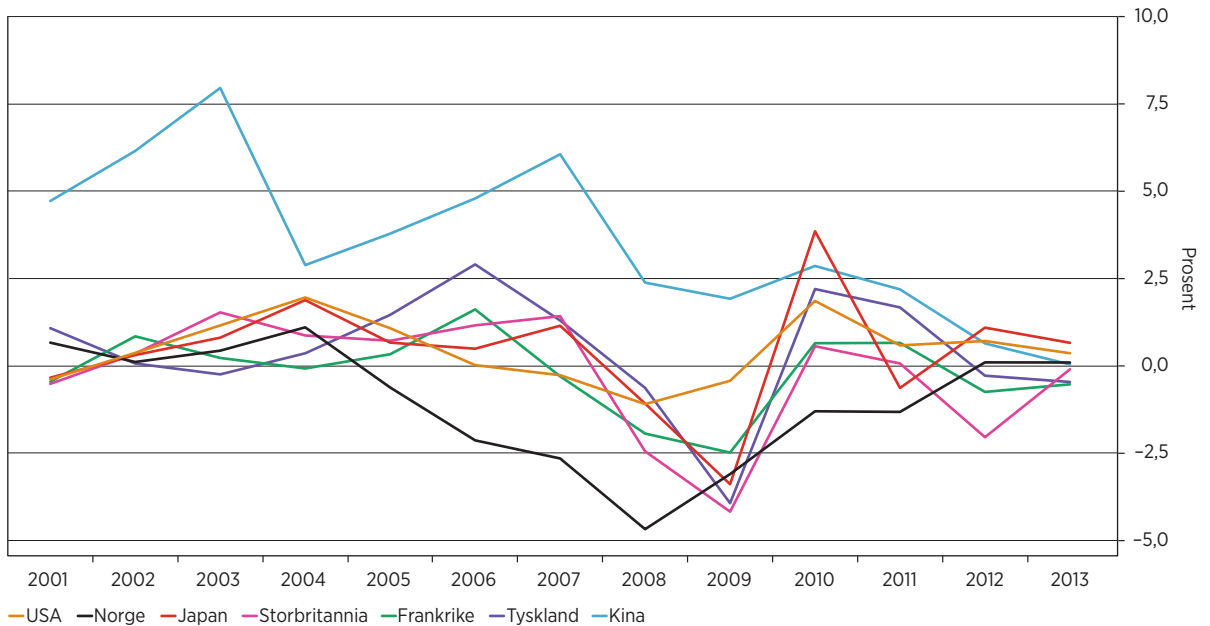
#### 4. OMSTILLINGSUTFORDRINGER

Selv om Norge har klart å komme seg bra gjennom den globale finanskrisen, har Norge – i likhet med flere andre land – noen langsiktige strukturelle utfordringer foran seg. Utfordringenes kritiske natur forsterkes av at aktivitetsnivået i petroleumssektoren ser ut til å ha nådd sitt toppnivå, og sektorens betydning i tiårene som kommer, vil gradvis ventelig avdempes. Omstillingsbehovet som oppstår, vil sette norsk økonomi

10. Utsagnet kommer fra den forrige kinesiske statsministeren Wen Jiabo, som har gjentatt det flere ganger, blant annet i sin tale i folkekongressen til det kinesiske kommunistpartiet i mars 2012.

11. Norske husholdningers bruttogjeld er nå på nærmere 200 prosent av disponibel inntekt, se Norges Banks pengepolitiske rapport nr. 3/14.

FIGUR 4.1 Total faktorproduktivitet (TFP), årlig vekst.



på prøve, og kritiske faktorer omfatter blant annet langsiktige utviklingstrekk knyttet til produktivitet relativt til det høye norske kostnadsnivået, innovasjonsevne og entreprenørskap samt demografi som påvirkes av vår tids omfattende strømmer av arbeidsinnvandring.

#### PRODUKTIVITET

Et nyttig mål for produktivitet er utviklingen i total faktorproduktivitet (TFP), definert som den delen av verdiskapningen (målt ved BNP) som kommer i tillegg til det som direkte kan tilbakeføres til volumutviklingen av produksjonsfaktorene arbeid og kapital. TFP gir således uttrykk for hvor effektivt nasjonen bruker sin arbeidskraft og sin realkapital. Figur 4.1 viser årlig vekst av TFP i Norge og et utvalg av andre land. TFP-veksten faller sterkt etter den globale krisen, men vi ser også en sterk innhenting i 2010. Norge har hatt relativt lav produktivitsvekst i disse årene, noe som delvis kan forklares ved økt tilgang på produksjonsfaktorene arbeid og kapital. Selv om Norge hadde høy innvandring, steg arbeidsledigheten lite under krisen, og de fleste næringer fortsatte med å investere i kapitalutstyr, som maskiner og ny teknologi.

Produktivitsveksten i figur 4.1 er beregnet for hele økonomien i Norge. Utvikling av produktivitet i *markedsrettede* næringer i Fastlands-Norge (uten petroleumsvirksomhet, bank, forsikring og boligjenester) var mer positiv i hele perioden. Statistisk sentralbyrå rapporterer en årlig vekstrate for TFP på 0,5 prosent i 2004–2011 og 1,6 prosent i 2012–2013 for disse næringene i Norge, jf. SSB (2014, tabell 3.8). Veksten i produktiviteten i skjermede sektorer (tjenesteindustrier og offentlige sektor) ligger under utviklingen i andre sektorer, men utgjør en stor andel av norsk økonomi. Den åpenbare utfordringen for Norge og andre land er hvordan de kan opprettholde produktivitsveksten i fremtiden.

Norge er en liten, åpen økonomi, og fremtidig velferd er derfor avhengig av hvor bra Norge takler utfordringene som kommer som en følge av vår globaliserte verdensøkonomi. Norge investerer bare 2,2 prosent av BNP i forskning og utvikling (FoU), og dette ligger klart under investeringsnivået i mange EU-land. OECD (2014) peker også på et relativt lavt antall nye bedrifter (*start-ups*) i sammenligning med andre OECD-land. Andre faktorer som blir nevnt i rapporten om Norges konkurransekraft fra *World Economic Forum* (2014),

inkluderer manglende effektivitet i enkelte produktmarkeder, begrenset størrelse på markedene og innslag av offentlige reguleringer.

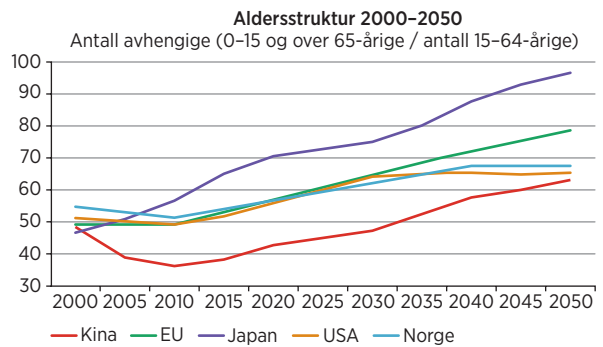
#### DEMOGRAFI OG ARBEIDSKRAFT

Figur 4.2 viser Verdensbankens prognose for aldersstruktur målt ved avhengighetsrater for de neste 40 år for et utvalg av land. Avhengighetsraten er her definert som forholdstallet mellom antallet *avhengige*, definert som enten de unge mellom 0–15 år eller de eldre over 65 år, og antallet i yrkesaktiv alder (mellom 15–64 år). Vi ser at Japan har den største demografiske utfordringen som følge av at den avhengige delen av befolkningen vil bli tilnærmet like stor som den arbeidende. For Norge forventer vi en mindre dramatisk utvikling, men avhengighetsraten er forventet å stige fra rundt 50 prosent i dag til cirka to tredeler i år 2050. EU samlet sett har en litt gunstigere demografi enn Norge i dag. Dette vil imidlertid snu rundt år 2025, og deretter blir det verre i EU i perioden frem mot 2050. Det viser altså at EU på lang sikt har større utfordringer angående pensjonssystemer og produktivitetsutvikling enn Norge og USA. Kina har en relativt lav andel av avhengige i dag (cirka 36 prosent), men andelen vil vokse raskt sammenlignet med andre land. Dette vil bety store utfordringer for Kina på lang sikt. Disse langsiktige demografiske trendene gjør det enda viktigere å tilrettelegge for gode insentiver for deltakelse i arbeidsmarkeder og å ha robuste pensjonsordninger på plass.

#### SKATTE- OG FINANSPOLITIKK

Norsk finanspolitikk har i senere år hatt en solid og tidsmessig konsistent forankring i den semi-offisielle handlingsregelen som er omtalt over. I årene som kommer, betinger en videreføring av den robuste finanspolitikken at petroleumsfondet som institusjon opprettholder sin brede legitimitet og profesjonelle forvaltningsstrategi. Dette kan by på utfordringer etter hvert som fondets størrelse øker eksponeringen mot både typer politisk risiko i forvaltningsmodellen og direkte finansiell avkastningsrisiko. Handlingsregelen skal praktiseres på en måte som bidrar til langsiktig stabilitet i norsk økonomi, noe som blant annet må innebære en hensiktsmessig tilpasning til eventuelle lengre perioder med realisert avkastning under den anslåtte langsiktige realavkastningen på fire prosent.

**FIGUR 4.2** Prognose for aldersstruktur 2010–2050 (kilde: Verdensbanken).



Med hensyn til skattepolitikken er utgangspunktet at de marginale skatteratene i Norge ikke er spesielt høye sammenlignet med andre OECD-land. Når en studerer skattesystemet under ett, viser det seg imidlertid at de *effektive skatteratene* likevel kan være vesentlig høyere. Hvis vi inkluderer formueskatt, kan effektive skatterater overstige 100 prosent for vanlig sparing eller investering i aksjer. OECD (2012) kritiserer Norge spesielt for den ujevne skattemessige behandlingen av inntekter fra forskjellige kilder og dis-insentiver for investering og sparing. Samtidig er ikke den skattemessige behandlingen av investeringer i ulike typer formuesobjekter harmonisert. Spesielt med hensyn til økt behov for investering og stimulering av entreprenørskap i fremtiden trenger Norge en mer omfattende og systematisk reform av skattesystemet.

#### 5. AVSLUTTENDE KOMMENTARER

Finanskrisen som startet i 2007 i USA og raskt spredte seg til andre land, fikk dramatiske realøkonomiske konsekvenser for hele verdensøkonomien. På samme måte som ved andre alvorlige finanskriser opp gjennom historien, ble innhentning i de fleste land vesentlig tregere enn det som er vanlig i etterkant av en vanlig resesjon. Dels er dette knyttet til at finanskrisen i mange land hang sammen med kraftige fall i inflaterte bolig- og eiendomspriser samt tilhørende høy privat gjeld og, som følge av krisen, sterk vekst i offentlig gjeld. I tillegg ble utviklingen i en del land tynget av vedvarende systemiske problemer i banksektoren samt dårlig fungerende arbeids- og produktmarkeder. Sentralbanker og politiske myndigheter har brukt hele

registeret av penge- og finanspolitikk for å stabilisere økonomier og for å få dem til å vokse igjen. I denne artikkelen har vi diskutert hvordan noen land har lyktes med å få økonomiene til å vokse igjen, mens andre land fortsatt sliter med sårede banker og lav økonomisk aktivitet.

Vår gjennomgang viser, intuitivt nok, at en robust initialsituasjon med velfungerende produkt- og arbeidsmarkeder, avklart rolledeling i den økonomiske politikken sammen med solide institusjoner med høy legitimitet bidrar til en sterk evne til å håndtere krisen. Dette er i tråd med økonomisk forskning som vektlegger at den økonomiske politikken fungerer best når den er konsistent og troverdig, jf. Kydland og Prescott (1977). I sin store krise fra rundt 1990 og fremover opplevde Japan et tapt tiår med null vekst og et vedvarende ikke-fungerende banksystem som følge av manglende konsistens og rolledeling i den økonomisk politikken. Nå, i etterkant av finanskrisen, opplever land i eurosone periferi samt også store land som Frankrike og Italia

mye av det samme. Landenes økonomisk-politiske strategi er ikke troverdig som følge av manglende konsistens med både pengepolitikken som styres av eurosone fellesinstitusjon ESB, og med felles regler for rammene for budsjettunderskudd og offentlig gjeld.

Norge har et stabilt og konsistent rammeverk for økonomisk politikk samt solide institusjoner, noe som bidro til at norsk økonomi kom seg bra gjennom krisen. Samtidig var Norge heldig med sin spesielle, råvarebaserte næringsstruktur slik som utdypet overfor. Dette begrenset norsk økonomis sårbarhet under krisen. Solide resultater er imidlertid ingen garanti for en like god utvikling i årene som kommer. Høsten 2014 er landet i en situasjon hvor veksten i aktiviteten i petroleumssektoren ser ut til å ha stoppet opp. Aktivitetsnivået er fortsatt høyt, men over tid vil sektorens makroøkonomiske betydning gradvis avta. Fortsatt robust økonomisk vekst i Norge vil da avhenge av evnen til å håndtere strukturelle utfordringer slik at omstillingsevnen blir god. M

## REFERANSER

- Almås, I., G.M. Liane og Ø. Thøgersen (2012). Fra kinesernes sparing til global vekst. *Magma*, 6:1–10.
- Bernanke, B.S. (2005). The global saving glut and the US current account deficit. *BIS Review*, 16, 1–10.
- Cochrane, J.H. (2012). Are recoveries always slow after financial crises and why? Blogg: <http://johnhcochrane.blogspot.no/>, Lesedato 17. oktober 2012.
- IMF (2009). *World Economic Outlook*, april og oktober. Washington DC: IMF.
- Kydland, F.E. og E.C. Prescott (1977). Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans, *Journal of Political Economy*, 85(3):473–491.
- McCarty, N., K. Poole og H. Rosenthal (2006). *Polarized America*. Cambridge: MIT Press.
- Norges Bank (2014). Pengepolitisk rapport: med vurdering av finansiell stabilitet, nr. 3/14. Oslo: Norges Bank.
- OECD (2012, 2014). *OECD Economic Surveys: Norway*. Paris: OECD Publishing.
- Reinhart, C.M. og K.S. Rogoff (2009). The aftermath of financial crisis. *American Economic Review Papers & Proceedings*, 99:466–472.
- Reinhart, C.M. og K.S. Rogoff (2010). Growth in a time of debt. *American Economic Review Papers & Proceedings*, 100:573–578.
- Steigum, E. og Ø. Thøgersen (2014). A crises not wasted – institutional and structural reforms behind Norway's strong macroeconomic performance. Kapittel 10 i T.M. Andersen, M. Bergman og S.E.H. Jensen (red.), *Reform capacity and macroeconomic performance in the Nordic countries*. Oxford: Oxford University Press.
- World Economic Forum (2014). *The Global Competitiveness Report 2014–15*. <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>, Lesedato 2. september 2014.