

Aktuelle stabiliseringspolitiske utfordringer for sentralbanken

Sentralbanksjef Kjell Storviks foredrag på Økonomisk Forum 1998, arrangert av Norske Finansanalytikerens Forening og Sosialøkonomenes Forening tirsdag 19. mai 1998.

Jeg er fra arrangørens side som vanlig i dette foredraget blitt bedt om å ta opp "aktuelle stabiliseringspolitiske utfordringer for sentralbanken". Jeg antar at arrangøren med dette også mener aktuelle stabiliseringspolitiske utfordringer *sett fra sentralbankens side*, og ikke bare de utfordringer Norges Bank selv har et direkte ansvar for. (I det siste tilfellet kunne jeg, i parentes bemerket, holdt et meget kort innlegg.)

Enkelte vil kunne oppfatte situasjonen slik at vi økonomer har en tendens til å bli dystre til sinns desto bedre det går i norsk økonomi. Jeg vil derfor allerede nå tilkjenne at dersom noen skulle oppfatte min sinnsstemning her som preget av en slik unødig dysterhet, så har det i så fall ikke sin bakgrunn i et spesielt eller puritansk sinnelag, der glede over situasjonen i seg selv vekker bekymring.

Årsaken til vår bekymring er vel snarere grunnet i den evne - eller rettere sagt mangel på evne - vi gjennom de siste ti-femten årene har vist når det gjelder å stabilisere den økonomiske utviklingen her i landet. Norge er blitt en økonomi som svinger mer enn noen andre vest-europeiske land. Jeg vil derfor bruke atskillig tid her i dag på å drøfte hvilke konsekvenser slike svingninger kan ha, og hvorfor det å tilstrebe stabilitet i seg selv kan være nødvendig for å sikre en gunstig økonomisk utvikling på lengre sikt.

For fire dager siden la Regjeringen fram Revidert nasjonalbudsjett for 1998, som denne gangen i tillegg til det sedvanlige budsjettmaterialet også inneholder en gjennomgang av Norges forhold til ØMU og kronens fremtidige kurstillknytning. Det er naturlig for meg å kommentere begge disse temaene utførlig i foredraget.

Den økonomiske utviklingen - lønnsoppgjøret

Ingen kan påstå at den utviklingen vi nå ser i vår økonomi ikke kunne forutses. Det er vel snarere et spørsmål om man ville se. Jeg vil i denne sammenheng trekke fram den oppsummering som var å finne i Norges Banks inflasjonsrapport i desember 1996, det vil si for 1¹/₂ år siden. I denne rapporten ble det referert en fremskrivning av den økonomiske utviklingen med fortsatt høy vekst og økning i kapasitetsutnyttningen i siste halvdel av 1990-årene. Om utsiktene for arbeidsmarkedet og for lønns- og prisutviklingen het det:

"... fremskrivningen viser ... et gradvis fall i arbeidsledigheten til nærmere 3 prosent i 2000. Samtidig viser anslagene en gradvis økning i pris- og lønnsveksten, opp mot henholdsvis 3 og 5¹/₂ prosent pr. år ved slutten av beregningsperioden.

Slår disse anslagene til, innebærer de at næringslivets timelønnskostnader vil øke om lag 6 prosent mer enn hos våre handelspartnere gjennom siste halvdel av 1990-årene."

I Norges Banks brev til Finansdepartementet om det økonomiske opplegget for 1998 sist høst, oppsummerte vi den økonomiske situasjonen som følger (og jeg siterer):

"På bakgrunn av det samlede risikobildet for den økonomiske utviklingen i tiden fremover, oppfatter Norges Bank situasjonen slik at det skal forholdsvis lite til før en kommer inn i en utvikling med ubalanser i flere deler av økonomien, blant annet i arbeidsmarkedet og i markedet for formuesobjekter. Slike ubalanser vil før eller senere gi seg utslag i økt pris- og kostnadsvekst og realøkonomiske svingninger som følge av endringer i tilpasningen i privat sektor. Dette kan etter Norges Banks syn unngås ved å bringe veksten i etterspørselen ned mot den underliggende veksten i produksjonskapasiteten..."

Utviklingen i arbeidsmarkedet og i økonomien for øvrig bekrefter hovedbildet i de dokumentene jeg nettopp siterte fra. Om noe, har vel utviklingen kanskje gått enda noe raskere enn det som lå til grunn i disse dokumentene. I april ble det registrert rekordhøye 22 000 ledige stillinger - en fordobling bare i løpet av de siste 16 månedene - mens veksten i sysselsettingen for tiden ligger på godt over 60 000 personer på årsbasis. Mens det i 1993 var 20 arbeidsledige pr. ledig stilling, er dette tallet i dag redusert til nærmere 2.

Av den korttidsstatistikk vi foreløpig har fått for inneværende år, vil jeg særlig trekke fram utviklingen i importen. I første kvartal i år var verdien av norsk vareimport hele 25 prosent høyere enn samme periode i fjor. Nå skyldes nok en del av denne økningen at påsken i år falt i andre kvartal, mens den i fjor falt i første. Likevel har importøkningen vært kraftig. Dette er først og fremst en bekreftelse på at veksten i etterspørselen faktisk fortsetter. Men dette er også et klart tegn på det underliggende problemet i norsk økonomi, nemlig at tilbudssiden ikke klarer å møte den økte etterspørselen.

Våre anslag nå viser at presset i arbeidsmarkedet vil tilta ytterligere i løpet av det neste året. Dette er selvsagt et avgjørende moment i vurderingen av hvor lenge konjunkturoppgangen kan fortsette. Gitt de begrensninger som må være til stede i arbeidsmarkedet, er vel ikke spørsmålet *om* omslaget kommer, men *når*.

Det er mulig at enkelte vil oppfatte dette som «svartmaling». Jeg kan være enig i at kontrasten til den hverdagen høykonjunkturen innebærer, kan være stor. Jeg vil samtidig hevde at resonnementene ovenfor kun er en beskrivelse av meget enkle økonomiske sammenhenger. Alle som i disse dager søker etterspurte tjenester eller arbeidstakere, kan bekrefte dette. Når Norges Bank nå påpeker at potensialet for en fortsatt sterk vekst snart må være uttømt, konstaterer vi derfor verken mer eller mindre enn et åpenbart faktum.

Våre analyser har pekt mot at det langvarige og sterke konjunkturoppsvinget før eller senere må forventes å slå ut i økende pris- og kostnadsvekst. Begivenhetene den senere tid bekrefter - snarere enn avkrefter - de analyser som er gjort i Norges Bank. At så noen velger å kalle disse for "dommedagsprofetier", vitner vel heller om den lange tradisjon som gjør seg gjeldende overfor budbringere med dårlige nyheter.

Anført av oppgjøret i verkstedindustrien i midten av april gikk oppgjørene i privat sektor kanskje enklere enn mange hadde fryktet, i den forstand at streik ble unngått. Selv om ikke alle lønnsoppgjør ennå er helt i havn, og de lokale oppgjørene ikke er påbegynt, er det få

forhold som tyder på at vårt anslag på lønnsveksten fra forrige inflasjonsrapport på $5\frac{1}{4}$ prosent skulle være for høyt.

Mange har gitt uttrykk for at årets tillegg ble uventet store. Det er lenge siden vi har sett generelle lønnstillegg på 10 000 kroner eller mer. Etter mitt syn er imidlertid dette slett ikke overraskende. Fra de erfaringer vi har med lønnsdannelsen i Norge er utviklingen snarere i samsvar med forventningene. Resultatet av lønnsoppgjøret har neppe sin primære forklaring i noen grådighetskultur, verken hos arbeidere eller bedriftsledere, men i grunnleggende økonomiske forhold.

For å understøtte dette, har jeg lyst til å vise en figur som viser Norges Banks anslag for lønnsveksten de siste fem årene sammen med anslag fra Statistisk sentralbyrå og Finansdepartementet. For alle institusjonene er anslagene gitt i desember året før prognoseåret. Våre anslag er basert på erfaringer for hvordan grunnleggende økonomiske forhold, som utviklingen i arbeidsledigheten, produktiviteten og lønnsomheten i næringslivet, påvirker lønnsveksten. Som vi ser synes Norges Banks anslag å ha truffet rimelig bra, og vi er nærmere den faktiske utviklingen enn noen av de øvrige institusjoner. Men alle institusjonene har det til felles at tiltakende lønnsvekst har vært ventet.

Jeg synes denne figuren illustrerer et vesentlig poeng: Forklaringen på at vi nå ser en tiltakende lønnsvekst ligger først og fremst i den økonomiske politikk som har vært ført de siste årene, og som nå skaper press i arbeidsmarkedet. Og det er altså ingen grunn til å være overrasket.

Ansvarsdelingen i den økonomiske politikken

Som tilhørerne sikkert er kjent med, er det etablert en ansvarsdeling i norsk økonomisk politikk, der partene i arbeidslivet skal legge et nødvendig grunnlag for sysselsettingen gjennom moderate lønnstillegg, som både gir en rimelig inntektsutvikling og bidrar til næringslivets konkurransevne. Samtidig skal penge- og valutapolitikken sørge for stabil valutakurs mot europeiske valutaer, mens finanspolitikken har hovedansvaret for å sikre en stabil utvikling i samlet etterspørsel.

For at ansvarsdelingen i den økonomiske politikken skal virke etter hensikten, er det imidlertid kritisk at alle deler av politikken fungerer etter forutsetningene. Hensynet til en balansert økonomisk utvikling krever et vellykket samspill mellom alle de ulike elementene i den økonomiske politikken. For Norges Banks del vil jeg driste meg til den påstand at vi i denne sammenheng har levert etter forutsetningene. Til tross for enkelte turbulente perioder i valutamarkedet, har valutakursen vært rimelig stabil når man ser de siste seks-syv årene under ett. Ikke desto mindre har dette vanskeliggjort oppgaven for de øvrige elementene i den økonomiske politikken.

Når renten må brukes til å holde valutakursen stabil i forhold til europeiske valutaer, vil vi normalt ende opp med omtrent samme rentenivå som ankerlandene. Renten i Norge vil derfor ikke være bestemt ut fra innenlandske økonomiske forhold, men være tilpasset forholdene i ankerlandenes økonomier. I kontinental-Europa er renten for tiden innrettet ut fra til dels betydelig ledighet og lav kapasitetsutnyttning, spesielt i Tyskland og Frankrike.

Dette smitter selvsagt over på oss. Den norske renten har stort sett falt siden begynnelsen av 1990-tallet, noe vi nå ser resultater av i kredittveksten og i sterkt økende boligpriser.

Nå ville ikke nødvendigvis en ekspansiv pengepolitikk ha vært noe problem i dagens situasjon dersom finanspolitikken hadde vært innrettet med sikte på å nøytralisere disse virkningene. Men finanspolitikken har så langt ikke levert etter forutsetningene. Det vedtatte statsbudsjett for 1998 innebærer at finanspolitikken har skiftet fra å være kontraktiv til å virke tilnærmet nøytral i år. Heller ikke i 1997 virket finanspolitikken særlig innstrammende. Vår vurdering i fjor høst var at en innstramming i finanspolitikken tilsvarende om lag $1\frac{1}{2}$ prosent av BNP for Fastlands-Norge var nødvendig for å bringe veksttakten i økonomien ned mot den underliggende trendmessige veksten i produksjonskapasiteten.

Nå har Regjeringen i Revidert Nasjonalbudsjett tilkjennegitt nødvendigheten av innstrammingstiltak i den økonomiske politikken. Til tross for dette inneholder ikke Revidert Nasjonalbudsjett innstrammingstiltak av en karakter og en størrelsesorden som effektivt demper presset i økonomien. Dersom finanspolitikken virkelig skal brukes i stabiliseringsøyemed, virker denne avstanden mellom ord og handling lite formålstjenlig.

Mange vil hevde at den tross alt stramme finanspolitikken de siste årene har vært et imponerende stykke arbeid gitt de store inntektene som har strømmet inn i statskassen. Ut fra et politisk synspunkt kan det godt være tilfelle, men utviklingen vi nå er i ferd med å se i norsk økonomi tyder på at finanspolitikken likevel ikke har vært tilstrekkelig stram.

Hva bringer fremtiden

Hovedmålene for den økonomiske politikken er å sikre et varig grunnlag for en bærekraftig økonomisk vekst og full sysselsetting. Dette er det vel få som er uenige i. Et hovedanliggende i denne sammenheng er de utfordringer vi vil bli stilt overfor når oljeinntektene om noen år begynner og avta og etter hvert tar helt slutt. Da må vi ha et konkurransedyktig næringsliv for å ha noe å leve av.

Dette innebærer ikke nødvendigvis at det er dagens fastlandsnæringer som skal bære nasjonen om 20-30 år. Med all sannsynlighet vil det - og bør det - skje endringer i næringsstrukturen fram til da. På denne bakgrunn kan en reise spørsmål om det er hensiktsmessig å fokusere så sterkt på den kortsiktige kostnadmessige konkurransevnen som vi har gjort, særlig dersom dette resulterer i store svingninger i økonomien. Kanskje ville det være mer hensiktsmessig å innrette den samlede økonomiske politikken i større grad mot å unngå slike svingninger.

I de siste inflasjonsrapportene har Norges Bank pekt på at den sterke veksten i norsk økonomi før eller senere må avløses av mer normale vekstrater, eller i verste fall stagnasjon. Våre modeller indikerer at et slikt omslag kan komme rundt århundreskiftet. Erfaringer både i Norge og internasjonalt viser at store svingninger i økonomien kan få kostbare og varige følger i form av blant annet feilinvesteringer og mistilpasninger i arbeidsmarkedet. La meg knytte noen kommentarer til dette:

- For det første vil jeg hevde at store svingninger i økonomien medfører høyere gjennomsnittlig arbeidsledighet enn dersom veksten i økonomien er mer jevn. Det er særlig to forhold som bygger opp under et slikt utsagn. Det første forholdet har sammenheng med at lønnsdannelsen ikke er symmetrisk for ulike nivåer på arbeidsledigheten. I dagens situasjon med sterkt press i arbeidsmarkedet og relativt lav ledighet, vil en forholdsvis moderat nedgang i arbeidsledigheten erfaringsmessig innebære en kraftig økning i reallønningene. Blir presset stort nok, vil reallønningene øke utover det som er opprettholdbart på noen års sikt. Dette vil etter hvert føre til et konjunkturomslag hvor arbeidsledigheten øker igjen, og lønnsveksten avtar. Gitt at det finnes en bane for likevektsreallønnen som økonomien tvinges tilbake til, vil resultatet bli en periode med høyere ledighet og mer moderat lønnsvekst. Men fordi lønnsveksten avdempes mindre ved økende ledighet, innebærer dette at perioden med høy ledighet vil vare lenger enn perioden med lav ledighet før likeveksten i økonomien er gjenopprettet.

I tillegg viser erfaringene at mens arbeidsledigheten øker raskt i en nedgangskonjunktur, tar det betydelig lengre tid å få ledigheten ned igjen når konjunkturerne snur. En sier gjerne at ledigheten går lettere opp enn ned. Dette har blant annet sammenheng med de såkalte hysteresis-effekter vi vet er til stede i arbeidsmarkedet. Høy ledighet vil blant annet kunne sette i gang forskjellige utsorteringsmekanismer i arbeidsmarkedet, slik at arbeidsløsheten antar en mer varig karakter for visse grupper.

- For det andre kan en for rask og sterk oppgang lett føre til over- og feilinvesteringer. Vi skal ikke lenger enn et tiår tilbake for å finne klare eksempler på dette. Overdreven tro på fremtiden vil kunne føre til feilinvesteringer som i sin tur, når konjunkturerne snur, kan føre til lønnsomhetsproblemer og en avskalling av arbeidsplasser som ytterligere forsterker nedgangen. Det var dette vi så i begynnelsen av tiåret.

- Mitt tredje argument er knyttet til inflasjonen. I de tidligere episodene med overoppheting vi har hatt, har det gjerne vært slik at inflasjonen er det siste som tar av, og først når alt annet har gått ordentlig galt. Til gjengjeld er inflasjonen vanskelig å få ned igjen, og det har tildels krevet store ofre, når den først har kommet opp på et høyt nivå.

I tillegg til de momentene jeg hittil har nevnt, vil svingninger i økonomien kunne skape problemer for finansiell sektor. Den senere tids høye utlånsvekst - blant annet til tradisjonelt tapsutsatte næringer som eiendomsdrift, varehandel samt hotell og restaurantdrift - gir assosiasjoner til forrige høykonjunktur, da svingningene i norsk økonomi fikk alvorlige konsekvenser for finansiell sektor. Byggearealstatistikken for igangsatte næringsbygg viser at både aktivitetsveksten og -nivået er nær toppnivået fra 1980-årene. Tallene er riktignok påvirket av byggingen av ny hovedflyplass på Gardermoen og nytt Rikshospital, men igangsettingen i de nettopp nevnte næringer viser også meget høy vekst. I forrige høykonjunktur så vi at overdreven optimisme førte til overinvesteringer, som igjen resulterte i en kraftig oppbremsing i årene som fulgte. Erfaringene fra den gang tilsier at finansinstitusjonenes långivning bør være meget konservativ i et slikt marked.

Det er imidlertid også viktige forskjeller mellom dagens situasjon og høykonjunktureren på 1980-tallet. Til forskjell fra den gang har veksten i husholdningenes gjeld vært om lag på linje med veksten i disponibel inntekt, og husholdningene har de siste årene hatt positive netto finansinvesteringer. Sammen med betydelige omvurderingsgevinster har dette resultert i at

den finansielle formuen har økt markert. Husholdningenes finansielle stilling - sett under ett - har dermed bedret seg betydelig siden slutten av 1980-årene. For de fleste husholdninger er imidlertid en stabil utvikling på arbeidsmarkedet den viktigste faktoren for å opprettholde gjeldsbetjeningsevnen.

For finansiell sektor representerer den kraftige kredittveksten en betydelig utfordring på flere områder. Bankenes balanser viser at utlånsveksten har resultert i lavere kjernekapitaldekning, fordi inntjeningen ikke har vært god nok til å møte den sterke utlånsveksten. På kort sikt representerer ikke dette noe stort problem. Gjennomsnittlig kapitaldekning i bankene er fortsatt god. Kravet til kapitaldekning må imidlertid vurderes ut fra de risiki bankene står overfor, og det kan her være variasjoner bankene imellom. Dersom utlånsveksten fra bankene opprettholdes på et høyt nivå, vil blant annet en del sentrale institusjoner på noe lenger sikt ha behov for å styrke sin kjernekapital. Økt inntjening, reduserte utbytteutbetalinger og innbetaling av egenkapital vil opprettholde eller bedre kapitaldekningen. Alternativt kan bankene imøtegå problemet med fallende soliditet ved å begrense veksten i balansen.

Veksten i innskudd fra kunder har de siste årene vært lavere enn utlånsveksten. Bankene har dermed måttet finansiere en betydelig del av utlånsveksten via andre kilder. Figuren viser at utenlandsfinansieringen har tiltatt betydelig de to siste årene, og ved utgangen av februar i år utgjorde den i overkant av 190 milliarder kroner. En betydelig del av dette er kortsiktige lån, noe som innebærer at bankenes sårbarhet for bortfall av kortsiktig finansiering har økt.

Våre egne erfaringer fra slutten av 1980-tallet og de alvorlige problemene en rekke asiatiske land for tiden strider med, viser hvor hurtig en periode med optimisme og økonomisk vekst kan snu til nedgangstider med betydelige realøkonomiske kostnader. Med tydelighet viser disse erfaringene også hvor viktig en moderat og kontrollert risikoeksponering i finansiell sektor er for å oppnå en stabil realøkonomisk utvikling.

Bankenes rentenetto er redusert som følge av sterk konkurranse i deler av finansnæringen. Etter min vurdering er det flere forhold som vil bidra til at dette konkurransepresset opprettholdes og trolig tiltar. Ett av disse er teknologiske innovasjoner, som både gjør det enklere for nye utenlandske finansinstitusjoner å tilby tjenester i det norske finansmarkedet og som gjør det enklere for nye aktører å ta opp konkurransen med bankene innenfor enkeltsegmenter. Et annet forhold er introduksjonen av en felles valuta i store deler av Europa. Introduksjonen av euro vil kunne forsterke en del av de utviklingstrekkene vi allerede har sett en tid, med økt internasjonalisering og konkurranse over landegrensene.

ØMU og konsekvenser for norsk penge- og valutapolitikk

Også pengepolitikken må ses i lys av de begivenheter som skjer rundt oss i disse dager. For drøyt to uker siden ble den siste og avgjørende beslutningen tatt om etableringen av Den økonomiske og monetære union i EU. Fra nyttår går elleve av medlemslandene i EU sammen om en felles valuta. Dette er en av dette århundres største monetære reformer.

Siden 6. mai 1994 har vi hatt en kursforskrift som sier at «pengepolitikken skal rettes inn mot stabilitet i kronens verdi målt mot europeiske valutaer med utgangspunkt i kursleiet siden

kronen begynte å flyte den 10. desember 1992». Regjeringen kunngjorde den 6. mai i år at denne forskriften vil bli videreført etter at siste fase av ØMU iverksettes. Dette er i tråd med det råd Norges Bank har gitt. Norges Bank la i sin rådgivning til grunn at Norge også fremover skal ha stabil valutakurs som operativ retningslinje for penge- og valutapolitikken, og at graden av fleksibilitet i utøvelsen av penge- og valutapolitikken ikke skal endres. Vi la videre til grunn at de eksisterende retningslinjene åpner for en viss fleksibilitet i utøvelsen av pengepolitikken, ved at det ikke er fastsatt noen sentralkurs for kronen med tilhørende svingningsmarginer.

Et alternativ til en videreføring av dagens kursforskrift kunne vært å stabilisere kronen mot en handelsveid kurv som gir uttrykk for valutakursens bidrag til endringer i industriens konkurransevne. Dette ville i så fall ha medført en tilbakevending til det kurvsystemet som vi hadde i perioden 1978-1990, men med en forskrift som åpner for større fleksibilitet i kronkursen enn da. Hadde det lyktes å holde kronens verdi målt mot en handelsveid kurv stabil, ville fluktasjoner i de internasjonale valutamarkedene ikke påvirke industriens gjennomsnittlige konkurransevne.

Som vi ser av figuren har det historisk imidlertid vært relativt små forskjeller mellom kursindeksen for ØMU-landene og den handelsveide valutakursen.

Også når det gjelder renteutviklingen har det historisk sett vært mindre forskjeller enn man kanskje skulle tro.

En eventuell endring i retningslinjene for pengepolitikken ville uansett innebåret en belastning i forhold til tilliten i markedet. Det tilsa at det bør foreligge forholdsvis tungtveiende grunner før en eventuelt foretar slike endringer. I spørsmålet om en omlegging av kursmålet til en handelsveid kurv syntes imidlertid ikke slike tungtveiende grunner å foreligge. Ut fra hensynet til kontinuitet og tillit til pengepolitikken tilrådte Norges Bank på denne bakgrunn at Regjeringen holder fast ved de eksisterende retningslinjene for pengepolitikken.

Valutakursforskriften gir ingen konkret veiledning om hvilke europeiske valutaer som kronens verdi skal holdes stabil mot. I praksis blir det vel ofte antatt at dette innebærer at kronens verdi skal stabiliseres i forhold til ECU. ECU - som er en kurv av tolv av EU-landenes valutaer - er imidlertid en syntetisk valuta som neppe vil ha noen praktisk interesse når euroen blir innført.

Som utgangspunkt for Norges Banks gjennomføring av pengepolitikken, vil euro inngå som den viktigste europeiske valutaen, på samme måte som ECU i dag er en sentral styringsparameter. Kursforholdet mellom ECU og euro vil bli satt lik 1:1 på overgangstidspunktet. Videreføring av gjeldende retningslinjer kan dermed skje uten at kronens internasjonale verdi endres, og kronens utgangsleie mot europeiske valutaer - slik dette er definert i valutakursforskriften - vil fortsatt kunne gjelde.

Oppsummering

Opprettelsen av ØMU og innføringen av euro vil altså trolig ha forholdsvis små - om noen - konsekvenser for norsk pengepolitikk. Hovedfokus i mitt foredrag her i dag har da heller ikke vært rundt dette, men på den ustabile utviklingen vi nå er i ferd med å få i norsk økonomi.

Norges Bank har ved en rekke anledninger rettet oppmerksomheten mot de tegn vi har sett om at den økonomiske politikken er kommet under sterkt press. For øyeblikket synes verken pengepolitikken eller finanspolitikken å bidra til å stabilisere den økonomiske utviklingen. Det ser ut som om myndighetene har lagt vel mye av ansvaret for å stabilisere økonomien på partene i arbeidslivet. Som jeg tidligere har hevdet, er dette etter mitt syn et ansvar som går ut over de muligheter og virkemidler som partene faktisk rår over. Å få til en videreføring av den vellykkede linjen partene i arbeidslivet har ført hittil, ville utvilsomt vært lettere om den økonomiske politikken i større grad hadde støttet opp under moderasjonslinjen gjennom å stabilisere den økonomiske utviklingen. Når pengepolitikken er rettet inn mot å stabilisere valutakursen, er dette finanspolitikkenes oppgave.

Videre har Norges Bank pekt på at den sterke veksten før eller senere vil måtte avløses av mer normale vekstrater, eller i verste fall stagnasjon. Våre modeller indikerer at et slikt omslag kan komme rundt århundreskiftet. Jo sterkere etterspørselsveksten er, desto kraftigere blir omslaget når tilbudssiden i økonomien først setter begrensninger. Så langt har utviklingen bekreftet at våre anslag har vært velfunderte.

Jeg håper jeg i dag har klart å overbevise i hvert fall enkelte om at store svingninger i økonomien kan få kostbare og varige følger. Gjentatte advarsler om den økonomiske utviklingen synes imidlertid å ha falt på stengrunn. De har i hvert fall ikke ledet til noen innstramminger i den økonomiske politikken. Det er kanskje ikke oppsiktsvekkende. Det synes ikke å være vilje til, eller politisk oppslutning om, tiltak som på en effektiv måte kunne redusert presset i økonomien. Ingen vil ha forandringer, ubehageligheter og innstramminger i en situasjon av den karakter vi nå gjennomlever. Vi er på en måte inne i den store fordelingspolitiske fase hvor det politiske system synes å være tjent med å gjøre alle til lags. En glemmer ofte at økonomisk politikk, i den konjunkturfase vi gjennomlever, er å gjøre noe folk ikke liker i nuet, men på en måte som får folk til å forstå at det likevel er til deres eget beste i et lengre tidsperspektiv.

Som jeg nevnte innledningsvis, er historien full av eksempler på budbringere med dårlige nyheter som, i beste fall, ble viet liten oppmerksomhet. En slik budbringer blir ikke mer populær av å dukke opp mens festen ennå pågår. Det behøver ikke bety at det ikke er på tide å avslutte selskapet, mens det ennå er håp om å begrense ubehagelighetene dagen derpå.