

Verdien av stabilitet

Når usikkerhet er normalen

Mai 2022

Innhold:

1	Innledning og bakteppe	2
	Variasjon er normalen	2
2	Usikkerhet og risiko	4
3	Kilder til usikkerhet	5
3.1	Politisk usikkerhet	5
3.2	Finansmarkedet	7
3.3	Naturgitte hendelser	8
4	Respons på usikkerhet	9
4.1	Bedriftenes rolle	9
4.2	Politikkens rolle	11

1 Innledning og bakteppe

Verden er usikker. Dette munnhellet har til de grader fått innhold over de to siste årene. Først en global pandemi som påførte verdensøkonomien sitt største tilbakeslag i nyere tid, dernest en krig som både forsterket pandemiens pressproblemer og tvang frem et nytt syn på den økonomiske og sikkerhetsmessige arkitekturen i Europa. Begge deler var uventet, begge deler vil trolig medføre fundamentale, langsiktige endringer. Arbeidsvilkår som bedriftene tok mer eller mindre for gitt, ble brått annerledes.

For noen innebærer slike skift muligheter og gevinster, for andre utfordringer og tap. Men i begge fall innebærer det endringer, der gårdsdagens forretningsmodell ikke bærer like godt som før.

Intet nytt under solen. Historien har aldri vært rettlinjet. Til alle tider har "ytre" begivenheter medført uventede endringer – for nasjonaløkonomiene, og for folk og bedrifter. Sjokk og kriser er nærmest å betrakte som en del av normalen, selv om det kanskje aldri føles helt slik. Men sjokk og kriser kan også innebære kostnader, kanskje viktigst i form av at de ofte fører til at ressursene våre brukes mindre effektivt. Usikkerhet kan medføre at bedrifter og husholdninger kvier seg for å satse, men også føre til at ressurser holdes i bero, i beredskap, slik at de er tilgjengelige om noe uventet skulle skje.

Kriser kan på sin side også medføre at folk og bedrifter uventet får mindre å gjøre her og nå, slik at bedrifter må legge ned og folk mister jobben. Der som folk forlater arbeidsstyrken på varig basis, kan økonomiens vekstpotensial bli svekket. Det til tross for at kriser kan bety omstillinger som på lang sikt er av det gode, men som altså på kort sikt kan innebære høyere ledighet, fordi folks kompetanse er bedre tilpasset det som er, enn det som kommer.

Nettopp fordi sjokk og kriser fører til usikkerhet og kostnader, er det et poeng for samfunn og folk å innrette seg slik at verden blir mest mulig stabil og fri for overraskelser. En tradisjonell husforsikring er et åpenbart eksempel. Den forventede avkastningen av en slik "investering" er negativ. Forsikring er slik sett penger ut av vinduet. Men om et uforsikret hus brenner, vil det for de fleste innebære en så dramatisk nedgang i levestandard, at risikoreduksjonen er verdt premien. På samme måte går vi veien om avtaler for å vite hva som skal skje når noe uforutsett

inntreffer, binder renten og slutter opp om et trygdesystem som gir ytelser ved jobbtap eller uførhet.

Dette notatets formål er å si noe om hvordan en mindre forutsigbar og mer volatil økonomi kan påvirke bedriftene. Vi innleder med en oversikt over svingninger i økonomisk aktivitet ute og hjemme de siste tiårene. Deretter defineres usikkerhet og risiko, og litteraturen på området gjennomgås. Deretter går vi mer i detalj gjennom ulike årsaker til sjokk. Selv om vi her vil gå gjennom hver enkelt årsak, er det det liten tvil om at også *samspeillet* mellom ulike deler av økonomien har stor betydning. Eksempelvis vil et realøkonomisk sjokk kunne forsterkes av reaksjonen i finansmarkedet. Endelig ser vi på hva bedriftene kan gjøre for å redusere sin sårbarhet overfor sjokk, og hva myndighetene kan gjøre, både for å redusere usikkerhet i forkant, og for å håndtere kriser når de oppstår.

Notatet er del av kunnskapsgrunnlaget for NHOs årskonferanse som arrangeres 12. mai. Utsatt, som så mye annet, pga. omikronbølgen, og endret, også som mye annet, grunnet krigen i Ukraina.

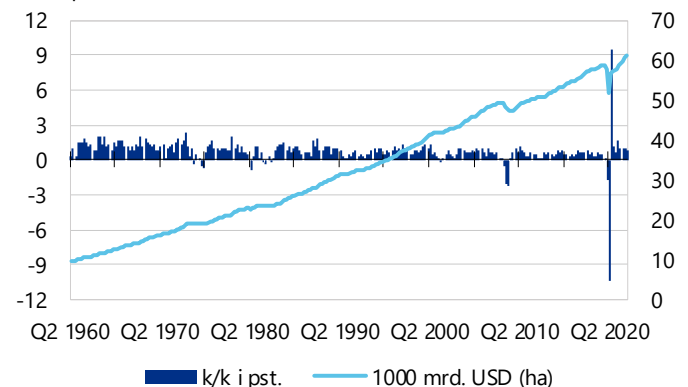
Variasjon er normalen

Historien har aldri vært rettlinjet. Mens mye av utviklingen kan sies å følge et nokså forutsigbart mønster, går mye også i rykk og napp, drevet av små og store overraskelser og "sjokk".

Figuren under viser utviklingen i verdiskapingen i industrilandene siden begynnelsen av 1960-tallet. Figuren forteller to ulike historier. Den ene er om *vekst*. I denne perioden har verdiskapingen grovt sett gjort seksgangeren, tilsvarende en årlig økning på 3 prosent (og mindre enn dette per innbygger), i første rekke drevet av stadig høyere produktivitet.

OECD: BNP

Faste priser

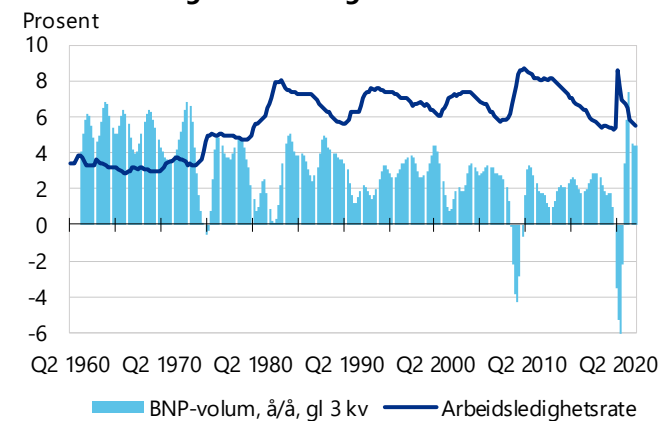


Kilde: Thomson Reuters Datastream / OECD / NHO

Den andre er en historie om *variasjon*. Fra kvartal til kvartal varierer veksten typisk mellom 0 og 2 prosent. Noen kvartaler faller aktiviteten, men dette skjer bare helt unntaksvis – i gjennomsnitt ett kvartal omtrent hvert femte år.

De variasjonene som betyr noe, er der hvor avdempingen av veksten er mer markant, og/eller langvarig, typisk det som omtales som kriser. I figuren under er år/år-endingene i aktiviteten vist sammen med arbeidsledighetsraten i industrilandene. Figuren viser at veksten var stabilt høy gjennom 1960-tallet, på 4-6 prosent årlig, med bare mindre variasjoner i ledigheten. Etter 1970 er det særlig seks perioder/hendelser som peker seg ut: (i) 1973–74, i kjølvannet av Yom Kippur-krigen, den arabiske oljeembargoen og det første oljeprissjokket ("OPEC I"). (ii) 1979–80, som følge av Iran/Irak-krigen og det andre oljeprissjokket ("OPEC II"). (iii) Vekstbremsen på begynnelsen av 1990-tallet, bl.a. relatert til Kuwait-krigen og nok et oljeprissjokk. (iv) Den nokså milde vekstbremsen på begynnelsen av 2000-tallet i etterkant av dotcom-boblen. (v) Den vesentlig kraftigere nedturen i 2008–09 pga. finanskrisen. (vi) Koronapandemien i 2020–21, som ga det det sterkeste tilbakeslaget i nyere tid, men også et av de mest kortvarige: Da Russland invaderte Ukraina var ledigheten allerede tilbake på førkrisenivået.

OECD: BNP og arbeidsledighetsrate

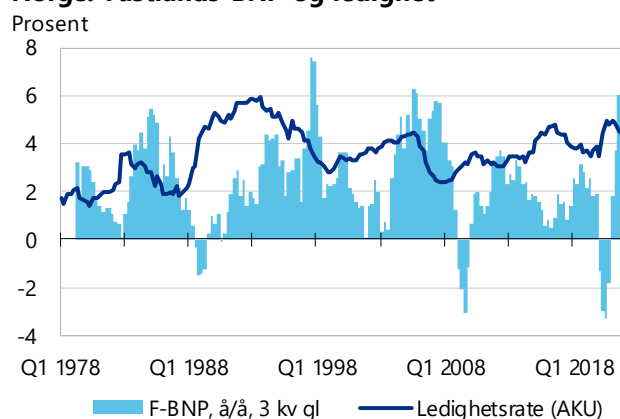


Kilde: Refinitiv Datastream / OECD / NHO

Den knappe fremstillingen over identifiserer noen enkle faktorer – "triggere" – bak tilbakeslagene, men hver nedtur avspeiler et samspill av faktorer. OPEC I og II fikk sterke utslag fordi industrilandene da var mer oljeavhengige, men også fordi det institusjonelle rammeverket var annerledes, med mindre konkurranse, mer indeksregulering og fravær av inflasjonsmål. Finanskrisen meldte seg etter en periode med sterk utlånsvekst og økte ubalanser.

Utviklingen i norsk økonomi er vist i figuren under. De siste førti årene har det vært seks økonomiske tilbakeslag av noe omfang i Norge. Det første av disse, 1979–80, sammenfaller med den globale nedturen etter OPEC II. Den andre, særnorske, som startet mot slutten av 1987, og først kulminerte langt inn på 1990-tallet, skyldtes kombinasjonen av jappetid og lånefest og kraftig fall i oljeprisen. Den tredje falt sammen med lavkonjunkturen utenlands på begynnelsen av 2000-tallet, den fjerde med finanskrisen. Den femte var igjen særnorsk, knyttet til oljeprisfallet i 2014–15, mens den sjette skyldtes korona, både ute og hjemme.

Norge: Fastlands-BNP og ledighet



Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

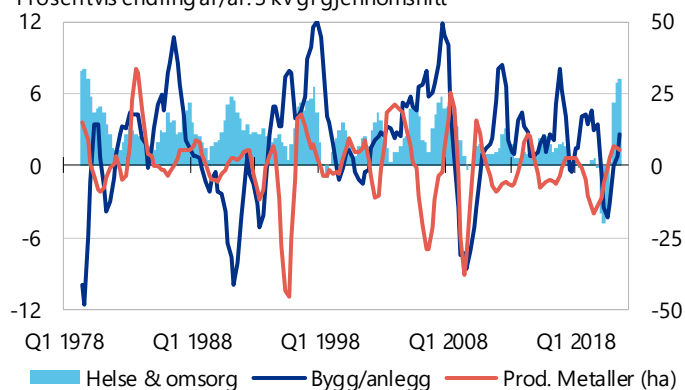
Variasjonen i aktivitet på nasjonalt nivå undervurderer i vesentlig grad omfanget av variasjon for den enkelte bedrift. Noen typer etterspørsel, som eksport og investeringer, varierer mer enn andre, som offentlig og privat forbruk. Dermed er det over tid også større utslag i aktiviteten i noen næringer enn i andre. Enkeltbedrifter vil dessuten normalt oppleve større variasjon i ordreinngang, produksjon og sysselsetting enn næringen som helhet.

I figuren under vises år/år-endingene i bruttoproduktet i helse og omsorg, i metallproduksjon og i bygg og anlegg. Førstnevnte er mest stabil. Ettersom aktiviteten i bygg og anlegg i stor grad er rettet mot innenlandsk etterspørsel, samsvarer variasjonene her godt med svingningene i økonomien som helhet. Utslagene er imidlertid sterkere, slik en kunne vente av en sektor som drives av investeringsetterspørsel.

Den tredje utvalgte næringen, produksjon av metaller, er eksportrettet. Her er utslagene i mindre grad korrelert med aktiviteten i Norge og de årlige utslagene (høyre akse) adskillig sterkere, som i 1995, da bruttoproduktet falt med 44 prosent fra året før.

Norge: Bruttoprodukt i faste priser

Prosentvis endring år/år. 3 kv gl gjennomsnitt



Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

2 Usikkerhet og risiko

Vi sier at vi har *usikkerhet* når vi ikke vet sann verdi av en størrelse, fremtidige konsekvenser av en aktivitet, eller hvilke hendelser som vil inntreffe. Usikkerheten kan skyldes mangel på kunnskap eller tilfeldig variasjon.¹

En kilde til usikkerhet er mangel på kunnskap om årsakssammenhenger. En bedrift kan for eksempel ha manglende kunnskap om hvor effektiv en markedsføringskampanje vil være for å øke etterspørselen etter et produkt. Som regel vil en kunne observere om salget øker etter en markedsføringskampanje, men man kan ikke vite om dette skyldes andre og mulig tilfeldige årsaker, eller om det er andre bakenforliggende sammenhenger. Videre kan usikkerhet komme av at vi ikke vet tilstanden eller størrelsen på alle variabler som bestemmer utfallet. Som en fortsettelse av eksempelet over vil bedriften heller ikke vite hva betalingsviljen for produktet er, og hvilken pris den bør sette for å maksimere inntjeningen.

Usikkerhet kan også skyldes at visse størrelser er tilfeldige. Med sann tilfeldighet menes at utfallet ikke kan forutsees, selv med perfekt informasjon om alle tilstander og sammenhenger. Om sann tilfeldighet finnes, eller om alle hendelser er drevet frem av forutgående hendelser og dermed i teorien kan forutsees, er en sentral diskusjon i filosofien som vi ikke går nærmere inn på her. Vi nøyer oss med å definere tilfeldige størrelser som varierende størrelser, hvor hvert enkelt utfall tilsynelatende eller faktisk skjer uten noen definitiv årsak, eller uten noe forutsigbart

mønster. Det innebærer at selv om mange størrelser i prinsippet kan forutsees, kan vi betrakte dem som tilfeldige fordi vi mangler kunnskapen om alle tilstander og årsakssammenhenger som omtalt ovenfor. Et godt eksempel er aksjemarkedet. Endringer i aksjekurser fra dag til dag er åpenbart drevet av handlene til hver enkelt deltager i markedet. Likevel viser det seg svært vanskelig, om ikke umulig, å predikere daglige bevegelser med særlig grad av presisjon.

I statistikken beskriver man tilfeldige størrelser ved et utfallsrom, som er hvilke utfall som kan inntreffe, og en sannsynlighetsfordeling som er sannsynligheten for at de ulike utfallene inntreffer. Utfallsrommet og sannsynlighetsfordelingene kan være konstante, eller variere over tid. Utfallsrom og sannsynlighetsfordelinger kan estimeres ved å observere flere utfall av den tilfeldige størrelsen. I noen tilfeller kan vi ha god kunnskap om utfallsrommet, uten å vite nærmere sannsynligheten for de ulike resultatene eller implikasjonene av dem. Et eksempel kan være et presidentvalg, hvor utfallet står mellom to kandidater. Andre tilfeldige størrelser kan man ha bedre kunnskap om, hvor man også vet sannsynligheten for ulike utfall. Eksempelvis har man en ganske god idé om sannsynligheten for ulike værtyper og temperaturer et år frem i tid.

Usikkerhet og risiko er beslektede begreper, der innholdet og forskjellene kan variere noe fra dagligtalen til ulike fagområder. Risikofaglig kan risiko defineres som potensiale eller mulighet for uønskede hendelser og tap.² I økonomifaget defineres ofte risiko som variasjon rundt et forventet resultat.³ Hvis man har en kjent eller estimert sannsynlighetsfordeling, kan man beregne en forventningsverdi for den tilfeldige størrelsen. Den uttrykker et gjennomsnittlig utfall. For eksempel vet vi at avkastningen i aksjemarkedet varierer mye fra år til år. Ved å observere historien kan vi beregne en gjennomsnittlig avkastning, som er et mål på forventet avkastning fremover dersom vi tror på historien som rettesnor. For å få et mål på risiko, kan vi beregne standardavviket til årlig avkastning. Standardavviket uttrykker gjennomsnittlig forventet avvik fra forventet avkastning. Jo høyere standardavvik, jo større spredning rundt forventningsverdien, jf. figuren under. Vi ser at jo høyere standardavviket er, jo høyere sannsynlighet er

¹ <https://snl.no/usikkerhet>

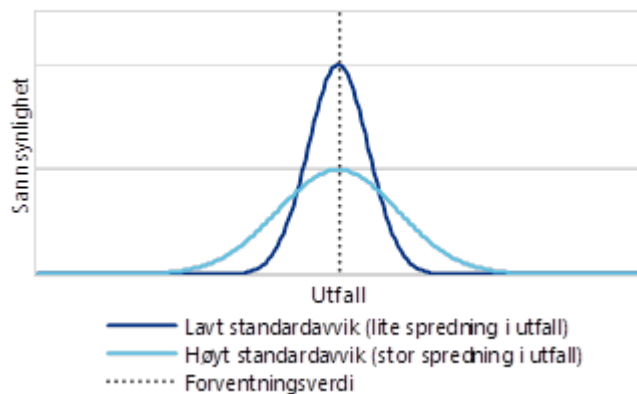
² <https://snl.no/risiko>

³ Se f.eks. Richard A. Brealey m.fl. (2008) *Principles of Corporate Finance*, kap. 8 og 9.

det for at utfallet avviker mye fra forventningsverdien. I økonomifaget er derfor standardavvik et mye brukt mål på risiko.

Utfallsrom

Samme forventningsverdi, ulikt standardavvik



Kilde: NHO

I figuren er sannsynlighetsfordelingene symmetriske, dvs. at utfallene varierer like mye på høyre- og venstresiden av forventningsverdien. I virkeligheten behøver det ikke være slik. De kan være usymmetriske og med "fete haler" på den ene eller andre siden. Da vil man ha høyere sannsynlighet for at ekstreme utfall inntreffer. Et annet mål på risiko er hvor stor sannsynligheten er for at gitte negative hendelser inntreffer. I finans er "Value at Risk" (VaR) et slikt mål, hvor man beregner sannsynligheten for at et tap på en portefølje eller posisjon overstiger et gitt beløp. Dersom sannsynlighetsfordelingen er bredere, eller har større masse på nedsiden, er VaR høyere, dvs. høyere risiko.

I økonomifaget kan man si at et lotteri (med objektive og kjente sannsynligheter) og aksjemarkedet (med ukjente utfall og sannsynligheter) er eksempler på risiko og usikkerhet. Imidlertid vil risikobegrepet i økonomi og finans, dersom man begrenser seg til å beregne standardavvik og VaR, være noe snevert, som følge av at vi ikke alltid kan vite alle mulige utfall, konsekvensene av disse og sannsynlighetene for dem. I det videre risikobegrepet må man også ta inn over seg usikkerheten ved uforutsette eller utenkelige hendelser og deres konsekvenser, som vanskelig kan tallfestes med noen sannsynligheter. Hendelser som er uforutsette og som har enorme konsekvenser, og bedømmes å være sjeldne eller usannsynlige omtales som halehendelser, fordi de ligger langt ute i "halen" på sannsynlighetsfordelingen. Noen omtaler slike hendelser som "sorte svaner", som en beskrivelse på noe som umulig kunne inntreffe. Slike hendelser kommer overraskende på

oss når de opptrer. Mulige eksempler på slike hendelser kan være drapet på den østerriksk-ungarske erkehertugen Franz Ferdinand som utløste første verdenskrig, 11. september-angrepene, eller store innovasjoner i teknologi. Slike hendelser kan medføre store skift i utviklingen, og brukes noen ganger som en forklaring på at historien ikke er rettlinjet.

En situasjon kan oppfattes som stabil dersom vi opplever og forventer lite variasjon, og hvor fremtiden oppfattes som mer eller mindre forutsigbar.

3 Kilder til usikkerhet

3.1 Politisk usikkerhet

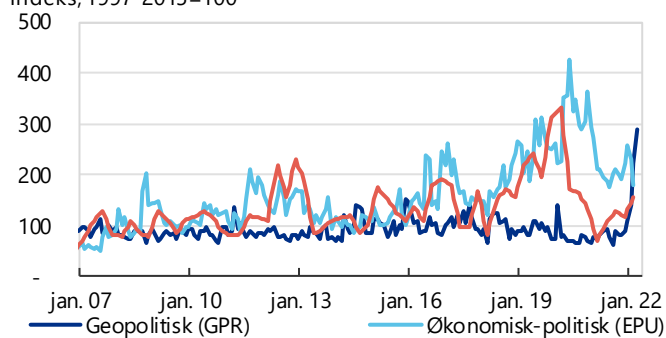
Menneskeskapt usikkerhet kan dreie seg om usikkerhet knyttet til samfunnsmessige og politiske valg. Erfaringene fra mellomkrigstiden og andre verdenskrig bidro til at det institusjonelle rammeverket som ble bygget opp i kjølvannet av krigen bl.a. var basert handelsliberalisering. Et vesentlig premiss for dette har nettopp vært at et stadig tettere økonomisk samkvem mellom land dels har bidratt til å bygge tillit på tvers av grenser, dels har gjort den økonomiske fallhøyden ved konflikter mye større og dermed redusert insentivene for å gå til krig mot hverandre. Rammeverket har på dette området innfridd: Antallet mellomstatlige konflikter har de siste 75 årene vært mye lavere enn i årene forut. Også målt etter det relative antallet konfliktdrepte har vi aldri levd i en fredeligere verden enn i de siste tiårene. Gevinstene av fred og stabilitet er tydelige. Stabile og forutsigbare regler innenlands og internasjonalt har bidratt til økonomisk vekst. Det har sikret at den globale gjennomsnittsinnsbyggen aldri har hatt det bedre enn nå. Vi har høyere inntekt og går flere år på skolen enn noen gang før, har bedre helse og lever lenger. Vi har aldri hatt mer kunnskap enn nå, og aldri hatt bedre forutsetninger for å dele denne kunnskapen, til beste for alle.

Rammeverket har imidlertid kommet under økende press de siste årene og usikkerheten synes å ha økt. Det er bl.a. reflektert ved gjeldskrisen i eurosonen, flyktningkrisen i Europa, Storbritannias uttreden av EU (*brexit*), og valget av Donald Trump som president i 2016, og Russlands invasjon av Ukraina. I tillegg med *brexit* og valget av Donald Trump markeres et brudd med det etablerte. Hendelsene kan også leses som et uttrykk for økt polarisering og at politikken er blitt mer uforutsigbar. På flere områ-

der knaker etterkrigstidens institusjonelle rammeverk, bl.a. basert på friest mulig flyt av varer og tjenester, i sammenføyningene. Donald Trumps proteksjonistiske handelspolitikk, bl.a. USAs handelskrig med Kina, har bidratt til at det har vært en stor økning i antallet implementerte handelsdiskriminerende tiltak de siste årene. Tilsidesettelsen av ankeorganet i Verdens handelsorganisasjon (WTO) er et annet eksempel som markerer et brudd med de etablerte "spillereglene". Geopolitisk rivalisering mellom USA og Kina bidrar også til at uforutsigbarheten har økt. I tillegg er Russlands invasjon av Ukraina i 2022 et eksempel på at den geopolitiske risikoen har økt og at den liberale verdensordenen er under press. Eksemplene over illustrerer hvordan den usikkerheten langs flere dimensjoner – enten det dreier seg om nasjonale veivalg, geopolitisk rivalisering eller i verste fall krig – har økt de siste årene. Dette er reflektert ved at flere usikkerhetsindikatorer har økt siden finanskrisen, sammenlignet med gjennomsnittet for perioden 1997-2015, jf. figuren under.⁴ Konsekvensen er at etablerte rammebetingelser utfordres og endres. Det vil treffe bedriftene, som vil måtte tilpasse seg disse endrede rammebetingelsene.

Verden: Usikkerhetsindikatorer*

Indeks, 1997-2015=100



*Indikatorerne fanger opp frekvensen av nøkkelord som "usikkerhet" i nyhetsartikler. GPR=Geopolitical Risk Index; EPU=Economic Policy Uncertainty; WUI=World Uncertainty Index. WUI-dataserie er konvertert fra kvrt til mnd. EPU & WUI er BNP-vektet. Kilde: Caldara & Iacoviello / Baker, Bloom & Davis / Ahir, Bloom & Furceri / NHO

⁴ Scott R. Baker, Nicholas Bloom, Steven J. Davis (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 131, Issue 4, November 2016, Pages 1593–1636.

Verden: Handel og vareproduksjon

Forholdstall*



*Basert på sesongjusterte volumindekser. 100 indikerer like store størrelser.

Kilde: Refinitiv Datastream / CPB / NHO

I tiårene før finanskrisen vokste den internasjonale handelen om lag dobbelt så raskt som BNP. Verdensøkonomien ble mer åpen. Imidlertid har globaliseringen møtt økende motstand, og siden finanskrisen har produksjon og handel vokst mer i takt, jf. figuren over. Bak utviklingen ligger bl.a. større uforutsigbarhet omkring internasjonal handel, i form av en stor nettoøkning i antallet diskriminerende handelstiltak. Det kan leses som proteksjonisme på fremmarsj. I tillegg er WTO svekket. Det truer den regelbaserte handelsordenen. Når dette rammeverket utfordres vil ikke bedriftene kunne ta for gitt markedsadgang, eller at de ikke blir utsatt for diskriminerende handelstiltak, som f.eks. høyere tollsatser.

Råvarepriser og -leveranser vil bl.a. påvirkes av politiske forhold som skissert ovenfor. Eksempelvis vil endrede tollsatser både kunne øke og senke vareprisene. Importrestriksjoner og sanksjoner vil påvirke hvem vi handler med. Sanksjonene i kjølvannet av Russlands invasjon av Ukraina illustrerer dette. Både sanksjonene og usikkerhet om russiske leveranser har bidratt til økte priser på en lang rekke varer som Russland produserer mye av, så som olje, naturgass, metaller og mineraler, men også at mange bedrifter må finne nye leverandører. Tilsvarende kan hendelser som f.eks. streik også påvirke priser og forsyninger. Norge er en liten, åpen økonomi. Vi har et begrenset ressursgrunnlag og et relativt lite hjemmemarked. For å få mest mulig ut av våre knappe ressurser og opprettholde et høyt velferdsnivå er vi avhengige av internasjonal handel. I

Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2022). The World Uncertainty Index. *SSRN Electronic Journal*.

en tid der den regelstyrte handelsordenen utfordres er det derfor viktig å inngå i større fellesskap med alliansepartnere og land vi deler verdigrunnlag med, som gjør oss sterkere sammen. En av bunnplankene i norsk handelspolitikk er Verdens handelsorganisasjon (WTO). Styrking av WTO og reetablering av en effektiv tvisteløsningsmekanisme er derfor sentralt for å sikre en regelbasert handelsorden fremover. I tillegg er det i urolige tider sentralt at Norge som en liten, åpen økonomi hegner om EØS-avtalen som sikrer politisk og økonomisk forutsigbarhet.

Det er ikke bare handelsbetingelsene som risikerer å bli mer uforutsigbare når politikken blir mer polarisert. Da kan det også oppstå politisk usikkerhet omkring (innenlandske) skatteregler. Skattereglene er med på å danne det strukturelle økonomiske rammeverket i et land. Hva slags type økonomisk aktivitet en ønsker/ikke ønsker og i hvilket omfang. Samtidig sier det noe om ambisjonsnivået for offentlige velferdsordninger og graden av omfordeling. Økt polarisering og mer kortsiktighet i politikken kan således bidra til et mer omskiftende rammebetingelser. Det vil bety at rammebetingelsene bedriftene står overfor blir mer uforutsigbare. Med politisk konsensus om de lange linjene i politikken vil rammebetingelsene være stødigere, og det vil kunne bli enklere å bygge strukturer for fremtiden.

Konfliktbildet i verden har også forverret seg de siste årene. De siste årenes geopolitiske rivalisering mellom USA og Kina har bidratt til å øke spenningsnivå politisk og økonomisk. Historisk har situasjoner der en oppadstigende nasjon utfordrer det rådende hegemoniet og truer den etablerte ordenen ofte endt med krig.⁵ Samtidig illustrerer Russlands invasjon av Ukraina at regionale spenninger kan eskalere til faktisk krigføring. Det innebærer økt risiko for den økonomiske utviklingen og norsk næringsliv. Krig og konflikt er i sin natur knyttet til uforutsigbarhet og ustabilitet. Sentrale faktorer for å bygge fredelige og stabile samfunn er økonomisk utvikling, utdanning og statskapasitet.⁶ Sterke institusjoner og styresett er også viktig. Land med sterke demokratiske institusjoner er jevnt over blant verdens fredeligste og mest stabile samfunn. Ulikhet har også betydning, men det er først når økonomisk ulikhet også følger andre skillelinjer at risikoen for konflikt

øker. Slike skillelinjer kan være markører som religion, etnisitet eller region. Konflikttrisikoen øker særlig når gruppebasert ulikhet blir politisert.

Krig, konflikter og svekket tillit mellom land har økonomiske virkninger. Land som er i krig eller konflikt, handler mindre med hverandre, som følge av rent politiske vedtak, stengte eller ødelagte transportruter eller fordi fare for skader på folk eller utstyr øker prisene. Krig ødelegger infrastruktur og annen realkapital. Og krig eller fare for krig vrir et lands produksjon mot «unytting» våpenproduksjon.

Høy tillit innad i og mellom land har derfor økonomisk verdi. Det forenkler handel, samarbeid og omstillinger, reduserer risikoen for destabiliserende konflikter. Slik sett må tilliten mellom folk, mellom folk og myndigheter og mellom land vernes om. I møte med lokale, nasjonale og globale utfordringer vil høy tillit kunne gjøre det enklere å finne gode kompromisser og løsninger.

3.2 Finansmarkedet

Utviklingen i valuta-, rente- og aksjemarkedene har betydning for bedriftenes tilgang og pris på kapital, for eksempel til investeringsformål. En konsekvens av økt usikkerhet i makroøkonomisk forstand, med økt usikkerhet rundt bedriftenes fremtidige inntjening og gjeldsbetjeningsevne, er at markedet vil kreve høyere renter for utlån til bedriftene. Samtidig vil markedet ikke lengre være villig til å betale like mye for selskapenes aksjer, som gjør at aksjekursene faller. Begge deler medfører dyrere finansiering for bedriftene, alternativt høyere alternativkostnad ved realinvesteringer. Samlet sett kan dermed økt usikkerhet gi lavere investeringer, og lavere økonomisk vekst.

Finansmarkedet kan benyttes av bedrifter og andre aktører for å redusere risiko, ved å inngå avtaler eller ta posisjoner som motvirker risikoen bedriften er eksponert mot. For eksempel kan en bedrift stå overfor en usikker fremtidig salgspris. For å redusere usikkerheten kan bedriften inngå en terminavtale, der den forplikter seg til å selge varen på et fremtidig tidspunkt til en bestemt pris. Alternativt kan bedriften kjøpe opsjoner der den har en rett, men ikke en plikt, til å selge varene til en på forhånd definert pris. Likeledes kan bedriftene sikre seg i finansmarkedet mot endringer i andre størrelser, slik

⁵ Se Boks 1.1 i Økonomisk overblikk 4/2019 for nærmere omtale.

⁶ Næringslivets perspektivmelding, s. 226-227.

som valutakurser og renter. Slik reduksjon i usikkerheten kan lette bedriftens planlegging.

Finansmarkedet kan samtidig også bidra til økt risiko. Slik finansielle avtaler kan avlaste risiko, kan de også inngås i håp om fremtidig gevinst. Da *tar* bedriften risiko. Slik aktivitet kan være et gode, siden flere aktører og mer aktive markeder gir riktigere prisfastsettelse og økt likviditet. Samtidig viser historien at summen av mange enkeltavgjørelser som hver for seg kan være rasjonelle og gunstige, samlet kan medføre at det bygger seg opp ubalanser og systemisk risiko som kan gi kostnader også for aktører som ikke er direkte involvert i markedet. Finansmarkedene har historisk vist seg å kunne være uforutsigbare, hvor stabile perioder med lave svingninger raskt kan avløses av ustabile perioder.

Ustabilitet i finansmarkedet kan komme av at ubalanser har bygget seg opp over lang tid. Studier viser for mange land en finansiell syklus som avviker fra svingningene i realøkonomien. Den finansielle syklusen beskrives gjerne ved hvordan verdsettelsen i aksje-, kreditt- og boligmarkeder, og mengden gjeld i økonomien samvarierer og utvikler seg over tid. Den finansielle syklusen har gjennomgående vist seg å vare lengre enn konjunktursyklusen, og variasjonen over tid større.

Finanskrisen i 2008-09 illustrerer dette godt. Krisens årsak er sammensatt og omdiskutert, men som regel pekes på en lengre periode i forkant av krisen med utilstrekkelige reguleringer og billig kreditt. Dette ga grobunn for en kraftig gjeldsvekst og en tilhørende boom i boligmarkedet med høy prisvekst, og hvor mange låntagere som ikke var kredittverdige også fikk lån. Etter hvert som den amerikanske sentralbanken begynte å øke rentene mellom 2004 og 2006 begynte boligprisene å falle. Samtidig førte økte renter til at mange misligholdt lånene sine. Lavere boligpriser medførte at lånebeløpet oversteg panteverdien. Dette ga store tap for banker og finansforetak som hadde gitt slike lån, eller investert i finansielle produkter knyttet til dem. Dette førte til at flere store finansforetak kollapse, og truet med å spre seg videre i finanssystemet, før myndighetene i

mange land måtte trå til med redningspakker. Bankene strammet inn på kredittgivingen til forbrukere og bedrifter. Kollaps i aksjemarkeder og boligmarkedet reduserte formuen til husholdningene. Dette reduserte husholdningenes etterspørsel og førte til usikkerhet om og svakere forventninger til fremtidig etterspørsel. Mange mistet jobben, og verdiskapingen falt. Krisen illustrerer hvordan ustabilitet kan bygge seg opp gjennom en tilsynelatende stabil periode, før ustabiliteten materialiserer seg, og forplanter seg videre.

Historien viser at økonomiske tilbakeslag som sammenfaller med finansielle forstyrrelser, enten hvor kredittmarkedene stopper opp eller boligprisene kollapse, er dypere enn tilbakeslag som ikke gjør det.⁷ Men også uten å direkte medvirke til kriser kan finansmarkedet bidra til økte realøkonomiske svingninger, gjennom den såkalte "finansielle akseleratoren". En fremtredende mekanisme ved denne er betydningen av aktivapriser, hvor høyere aktivapriser i et oppsving gir større lånekapasitet for bedrifter og konsumenter, og som støtter opp under høyere lånefinansiert vekst. Samtidig vil fallende aktivapriser i nedgangstider redusere lånekapasiteten, som forsterker nedturen.⁸ Teorien om den finansielle akseleratoren underbygges videre av ideen om "brannsalg". Teorien sier at ved tvungne salg, slik som i et booppgjør eller ved et "margin call",⁹ kan markedsprisen på et aktiva falle under verdien ved best anvendelse (som kan sees på som fundamental eller reell verdi) fordi andre aktører som kunne realisert den beste verdien er avskåret fra å kjøpe aktivaet, for eksempel fordi de er rammet av det samme sjokket.¹⁰ Slike friksjoner i markedet betyr at prisene i perioder kan svinge mer, og avvike mer fra fundamentale verdier enn de ville gjort i fravær av friksjonene.

3.3 Naturgitte hendelser

Det er ikke bare menneskeskapte hendelser og sjokk som innebærer risiko og som kan true stabiliteten. Også naturgitte hendelser som naturkatastrofer og pandemier kan skade samfunn og dermed bedrifter.

⁷ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1188.pdf>

⁸ <https://cepr.org/sites/default/files/BGG%201999%20Handbook%20chapter.pdf>

⁹ Et margin call er når en aktør må stille ytterligere sikkerhet for en belånt posisjon, som følge av verdifall på

posisjonen. Har aktøren ikke mulighet til det, blir posisjonen ofte tvangssolgt.

¹⁰ https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/fire_sales_jep_final.pdf

Koronapandemien er illustrerende i så måte. I løpet av få måneder spredte koronaviruset seg fra Kina til hele verden. Foruten sykdom og død, bidro smittevern og nedstengning til store økonomiske tap. Faren for en pandemi var likevel en kjent risiko da koronaviruset ble oppdaget sent i 2019. Svineinfluensapandemien i 2009 og Ebola-epidemien i 2014 illustrerte at denne typen hendelser kan inntreffe. Selv om verken svineinfluensa eller Ebola rammet verdensøkonomien fremstår de i ettertid som tapte muligheter til å iverksette tiltak for å redusere risikoen for og virkningene av fremtidige pandemier.

Naturkatastrofer og ekstremvær er også kjente risikofaktorer et samfunn må forholde seg til. Verdens økonomiske forums (WEF) siste risikorapport¹¹ uttrykker dette. I en global spørreundersøkelse er tre av de største globale risikofaktorene de neste ti årene knyttet til klima og miljø. Forekomsten av ekstremvær er økende, og FNs klimapanel (IPCC) fastslår at ekstremvær og naturkatastrofer vil forekomme oftere fremover.¹² Naturkatastrofer og -hendelser påvirker bedriftene og deres tilpasning. Jordskjelv kan ødelegge fabrikker og infrastruktur. For bedrifter som tar del i globale verdikjeder, der innsatsvarer sendes på kryss og tvers av landegrenser, vil stans i produksjonen av én enkelt komponent kunne stanse produksjonen også andre steder i verdikjeden. Etter Fukushima-ulykken i Japan i 2011 ble flere industribedrifter i området stengt ned. Flere av bedriftene var viktige og (i noen tilfeller) eneste leverandør av billakkpigmenter og elektronisk utstyr til bruk i biler. Bilprodusentene som benyttet disse bedriftene som leverandører måtte derfor redusere produksjon og/eller fargevalg på biler.

Ekstremhendelser av denne typen er "kjente ukjente", dvs. at vi kan være nokså sikre på at de vil inntreffe, men ikke når og i hvilket omfang. De er også hendelser som potensielt kan ha stort skadeomfang. Samtidig er det mulig å gjennomføre tiltak for å begrense skadeomfanget, for eksempel bygge diker, ha effektive varslingsystemer og god beredskap. Slikt koster, men må betraktes som en forsikring, som likevel kan være tjenlig for samfunnet. For å få aksept for slike tiltak kreves blant annet en felles forståelse av risikobildet en står overfor. Et høyt tillitsnivå vil kunne understøtte dette.

4 Respons på usikkerhet

4.1 Bedriftenes rolle

Bedrifter opererer i markeder der de må ta hensyn til en lang rekke variabler. Den må ta hensyn til dagens og fremtidige kostnader for innsatsfaktorer og lønninger, og den må vurdere fremtidig etterspørsel og konkurranse. Eksempelvis må bedriften ta inn over seg hvordan salget påvirkes av at det kommer inn en nye aktører i markedet, eller hvordan høyere priser vil påvirke etterspørselen etter produktet den selger.

Mulige investeringsprosjekter verdsettes ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer med fremtidige renter. Dersom nåverdien av fremtidige kontantstrømmer overstiger investeringsbeløpet, vil prosjektet være lønnsomt. I en hypotetisk verden uten usikkerhet er fremtiden kjent. Bedriftene vil der ha kjennskap til alle relevante størrelser når de skal beslutte om et investeringsprosjekt skal gjennomføres eller ikke.

I en verden med usikkerhet blir beslutningen mer komplisert. Bedriftene må forsøke å finne hvilke muligheter som finnes, rangere usikre alternativer og eventuelt også finne andre bedrifter som de kan investere sammen med, for å redusere usikkerheten. I den virkelige verden er bedriftens fremtidige kostnader og inntekter alltid mer eller mindre usikre, blant annet som følge av uventede variasjoner i etterspørsel, priser på innsatsvarer, lønninger også videre. Da må bedriften vurdere hvilke utfall som kan inntreffe, og sannsynligheten for disse. Deretter må bedriften verdsette ulike alternativer og avgjøre om og hvordan den eventuelt kan redusere risikoen ved ulike utfall.

Empirisk viser det seg at folk flest har en viss uvilje mot å ta risiko ("risikoaversjon"). Det innebærer at man vil foretrekke en forventet mindre gevinst med ganske stor grad av sikkerhet, fremfor et alternativ som har en høyere gevinst, men med et mer usikkert utfall. Resultatet av dette blir at bedrifter vil velge prosjekter som har en akseptabel balanse mellom forventet resultat og risiko, hensyntatt eventuelle sikringstiltak som kan gjennomføres. Det betyr at

¹¹ The Global Risk Report 2022.

¹² FN Sambandet: <https://www.fn.no/tema/klima-og-miljoe/klimaendringer>

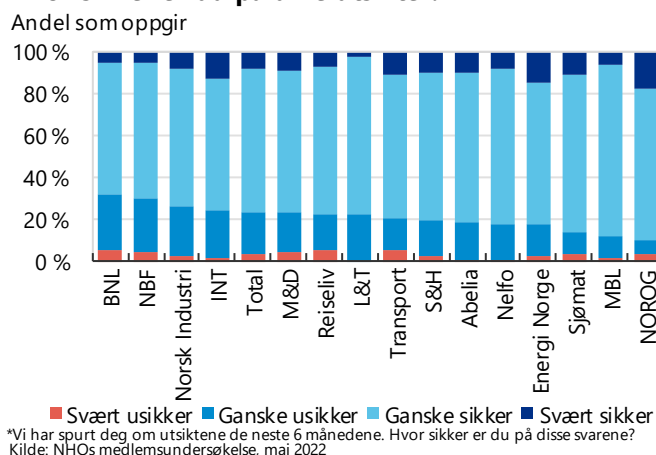
ved økende usikkerhet og risiko, men samme forventede avkastning, vil færre prosjekter og investeringer gjennomføres.

En bedrift vil ofte ha mulighet til å utsette investeringsprosjekter til et senere tidspunkt. Verdien av å vente kan stige når usikkerheten øker. Det skyldes at nedsiden ved å vente er kjent, og som regel begrenset til den avkastningen bedriften gir avkall på ved å vente med å investere, mens oppsiden kan ubegrenset. Det betyr at ved økt usikkerhet vil bedriftene som regel være mer tilbøyelige til å vente med investeringer til et senere tidspunkt. Økt usikkerhet kan medføre at bedrifter forlater allerede påbegynte prosjekter. Det skal imidlertid bemerkes at terskelen for dette er høyere enn å utsette investeringer, da investeringskostnaden ved å forlate et prosjekt kan være høy.

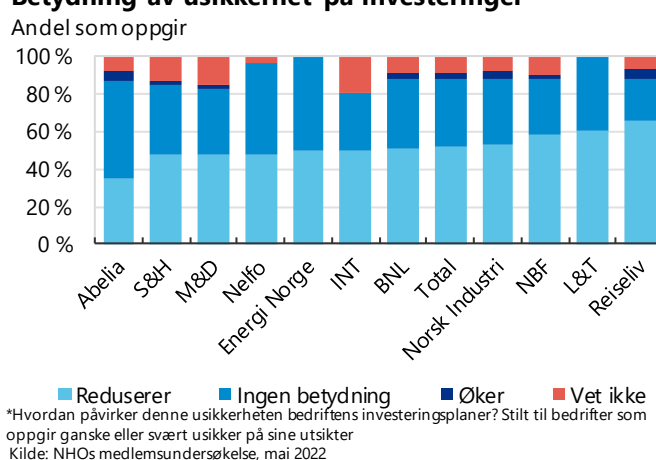
For bedriftens ansettelser gjelder en tilsvarende logikk. Som for andre investeringer, vil ansettelser som regel innebære langsiktige økonomiske forpliktelser. Bedriften ansetter når den har lønnsomme prosjekter å gjennomføre. Økt usikkerhet vil også kunne redusere bedriftens ansettelsesplaner.

I Næringslivets økonomibarometer spør NHO bedriftene om deres forventninger til markedet generelt, salgspriser, driftsresultat, investeringer og ansettelser. I mai ble bedriftene spurt om hvor sikre de er på svarene om sine utsikter. Tre fjerdedeler av bedriftene oppgir at de er svært eller ganske sikre på sine svar, som tyder på at bedriftene har høy tillit til egne utsikter. Mens 20 prosent oppgir at de er ganske usikre på utsiktene, svarer kun 3 prosent at de er svært usikre. Blant bedriftene som oppgir at de er svært eller ganske usikre på markedsutsiktene, oppgir over halvparten at dette reduserer planlagte investeringer. Omtrent ingen oppgir at usikkerheten øker planlagte investeringer. Disse resultatene understøtter de generelle drøftingene over.

Hvor sikker er du på dine utsikter?*



Betydning av usikkerhet på investeringer



Sikring og diversifisering

De beste til å vurdere virkningene av usikkerhet og risiko for bedriften, og hvordan dette kan håndteres, er bedriften selv. Bedriftene drives på eiers regning og risiko, og det er eier som får gevinsten. Derfor bør også det primære ansvaret for å håndtere usikkerhet og risiko ligge hos bedriftene, og det er mange grep de kan ta for å gjøre dette.

For det første kan bedriftene spre risiko ved å unngå store eksponeringer mot enkelte risikofaktorer, men heller posisjonere seg mot flere mindre og ukorrelerede risikofaktorer så langt det er mulig. Dette er gjenkjennelig fra finans, der risiko reduseres ved å diversifisere porteføljen ("ikke alle egg i én kurv"). Et velkjent resultat fra finans i den såkalte kapitalpriseringsmodellen ("CAPM") er at under visse forutsetninger kan risiko som kun påvirker enkelte aktiva i en investeringsportefølje, diversifiseres fullstendig bort, slik at man kun står igjen med en systemisk risikofaktor som påvirker alle aktiva i porteføljen samtidig.

Ved å diversifisere er det mindre sannsynlig at bedriften blir rammet av store negative utfall samtidig. Eksempelvis kan en bedrift tilby flere forskjellige produkter for å redusere risikoen for bortfall av etterspørsel mot enkeltprodukter, eller ha flere leverandører for å minimere risikoen for leveringsproblemer. En annen strategi er å øke lagerbeholdningen av essensielle rå- og innsatsvarer for å kunne opprettholde produksjon dersom tilgangen på disse skulle bli vanskelig. Disse strategiene vil gjøre bedriften og produksjonsprosessen mer *robust*, dvs. rustet for å holde produksjonen gående under kriser og sjokk. Alternativt kan bedriften tilpasse seg slik at produksjonen kan gjenopptas raskt etter et sjokk. Dette uttrykker *resiliens*, dvs. bedriftens evne til håndtere en uventet hendelse, for eksempel ved å etablere tette bånd til enkeltleverandører, f.eks. gjennom investeringer eller utforming og bruk av standardiserte løsninger og teknologi.

Diversifisering vil sjelden være perfekt. Selv om bedriften har flere leverandører eller kundegrupper, vil makroøkonomiske faktorer kunne ramme alle disse samtidig. Diversifisering og lagerhold har også en kostnad. Lagerhold koster, ved at det binder ressurser som kunne vært anvendt til noe annet. Forsikringen mot stans har en kostnad. Ved å velge å tilby flere forskjellige produkter, gir bedriften avkall på gevinstene av spesialisering. Ved å velge flere forskjellige leverandører, betaler bedriften en høyere kostnad enn om den kun baserte seg på den billigste leverandøren.

Som omtalt i avsnitt 3.2 har bedriftene også mulighet til å benytte finansmarkedene til å sikre seg. Mest åpenbart eksempel på en slik sikring er ordinær forsikring, hvor en bedrift inngår en avtale med et forsikringsselskap som dekker tap tilknyttet for eksempel ulykker, skader eller naturkatastrofer. For utenom direkte forsikringsavtaler kan bedriftene inngå avtaler med sine leverandører. Det kan f.eks. knytte seg til langsiktige avtaler som etablerer tette relasjoner mellom bedriftene, eller det kan dreie seg om fastpriskontrakter. Sistnevnte er en implisitt forsikring mot høyere priser på råvarer og innsatsvarer.

Til sist må det erkjennes at det tidvis vil oppstå tap som bedriften ikke kunne forutse eller motvirke, både fordi uforutsette hendelser alltid vil inntreffe, og man aldri vil greie å diversifisere bort all risiko. For bedriften vil det viktigste tiltaket for å håndtere

dette, være å i gode tider bygge seg en tilstrekkelig buffer med kapital og likviditet.

Bedriftenes bidrag til stabilitet og ustabilitet

Gjennom å optimalisere produksjonen i mikro, spiller bedriftene en viktig rolle i makro. Når det er knapphet på enkelte varer, vil prisen på disse stige. Når prisen stiger vil flere bedrifter ønske å øke produksjonen av varen det er knapphet på. Økt pris gir også insentiver til å utvikle rimeligere måter å produsere varen på. Begge deler stimulerer tilbudet, slik at prisen kan avta. Slik sett har økonomien en innebygget stabiliseringsmekanisme.

En økende litteratur viser at usikkerhet kan bidra til å forsterke konjunktursvingningene, se for eksempel Bloom (2009). Dette bunner blant annet i at når usikkerheten øker, så kvier bedrifter og husholdninger seg for å satse. I stedet holdes ressurser i bero, i beredskap, slik at de er tilgjengelige om noe uventet skulle skje. Usikkerhet kan redusere bedriftenes lyst til å investere og ansette flere. Husholdningene kan på sin side velge å øke sin sparing. Begge deler vil kunne forsterke nedgangskonjunkturer, se Bloom (2009), Basu and Bundick (2012), Leduc and Liu (2015). Økt usikkerhet kan også redusere investeringene via finansmarkedet, fordi kapitalkostnaden gjerne øker når usikkerheten øker, se f.eks. Gilchrist m.fl. (2014).

Selv om usikkerhet og risiko som regel oppfattes som skadelig og negativt for næringslivet, vil usikkerhet og risiko ofte også åpne muligheter for bedriftene. Det vil være situasjonsbetinget hvilke næringer og bedrifter som kan komme bedre ut i situasjoner ved økt usikkerhet og risiko. Utfordringer som oppstår, kan gi grobunn for nye teknologier og forretningsmodeller.

4.2 Politikkens rolle

Det offentlige har ansvar for rammebetingelsene bedriftene driver sin virksomhet innenfor, herunder penge- og finanspolitikk, handelsavtaler, skatter og avgifter, kapitalmarkedsreguleringer og konkurranseregler. Gjennom stabile og forutsigbare rammebetingelser, samt ved å legge til rette for velfungerende markeder, kan politikken bidra til en høy verdiskaping og til å redusere usikkerhet og risiko.

Reguleringer og institusjoner

Flere av de ovennevnte er eksempler på institusjoner eller institusjonelle byggeklosser som sammen

danner et rammeverk for økonomisk utvikling. Samtidig spenner institusjonsbegrepet videre enn dette og omfatter styreform, rettssikkerhet og eiendomsrett mv. Institusjoner former økonomiske insentiver, f.eks. i valget om å ta utdanning, til å spare og investere, til å innovere og ta i bruk ny teknologi osv. Acemoglu og Robinson skiller mellom inkluderende og utbytende institusjoner.¹³ Førstnevnte er institusjoner som inkluderer alle borgere i politiske prosesser, mens sistnevnte er institusjoner som er ekskluderende og for de få. Mens inkluderende institusjoner gir forutsigbarhet og trygge rammer som bygger opp tillitsnivået i et samfunn og slik stimulerer til økonomisk fremgang, vil utbytende institusjoner gjøre det motsatte. Uten institusjoner blir "spillereglene" vilkårlige eller dårlig utformet og økonomiske aktører måtte tatt flere forholdsregler når beslutninger skulle tas. På økonomspråk ville en si at transaksjonskostnadene ville blitt høyere. Og som en konsekvens ville færre investeringer vært lønnsomme og den økonomiske utviklingen og velferden dårligere. Acemoglu og Robinson anvender denne teorien for å forklare hvorfor noen land er rike, mens andre er fattige. Rike land har oftere mer inkluderende institusjoner, dvs. en velfungerende rettsstat som gjør samarbeid og transaksjoner enklere og billigere. Fattige land har oftere utbytende institusjoner, dvs. autoritære styreformer, svak rettssikkerhet og diskriminerende regler.

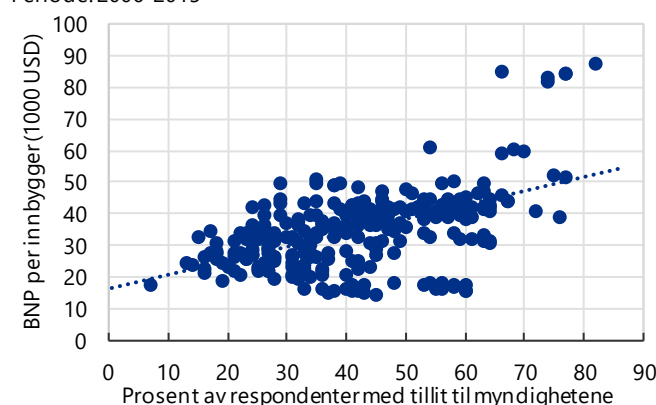
Inkluderende institusjoner fostrer høy tillit - mellom folk, mellom folk og myndigheter og mellom land. Tillitsnivået i et samfunn påvirkes også av graden av inntektsforskjeller. Dette er igjen tilknyttet hva slags institusjoner et land har, siden de avgjør hva som er akseptable inntektsforskjeller og hvor mye ressurser som skal brukes på (om)fordeling. Økt ulikhet kan gi opphav til sviktende tillit. Tillit har økonomisk verdi. Samfunn med høy tillit trenger færre ressurser til reguleringer og kontroll, og det er lettere å få til endringer og finne de beste løsningene i forhandling. For næringslivet innebærer det at avtaler kan inngås uten detaljerte kontrakter, og at færre ressurser må brukes til utforming av kontrakter eller kontroll og oppfølging av disse.

Motsatt vil lav tillit kunne bidra til et mer fragmentert politisk landskap, med økende polarisering der det blir vanskeligere å komme til enighet. Et mer polarisert politisk landskap kan også bety hyppigere

skift i rammevilkår og dermed mer uforutsigbarhet. Dersom politiske beslutninger ikke er basert på en langsiktig orientert konsensus, men skifter med hvilke grupperinger som til enhver tid har flertall – og disse står langt fra hverandre – blir også rammeverket for bedrifter og borgere mer ustabil og uforutsigbart. Usikkerhet om eksempelvis skatteregler og handelsvilkår kan holde næringslivets investeringer tilbake og gi lavere økonomisk vekst. Land med høy tillit og små inntektsforskjeller tenderer mot å ha høyere verdiskaping, jf. figuren under.

OECD: Tillit og BNP per innbygger

Periode: 2006-2015



Kilde: OECD, Guidelines on Measuring Trust (2017) / NHO

Skatte- og avgiftssystemet står sentralt i den offentlige strukturpolitikken, dvs. offentlige tiltak for å bedre bruken av samfunnets ressurser. Det er også en viktig del av næringslivets rammevilkår. Skatter og avgifter fra Fastlands-Norge er dessuten statens viktigste finansieringskilde. Et godt utformet skattesystem med brede grunnlag og lave satser, sikrer offentlige inntekter til en lavest mulig kostnad.

I kapitalbeskatningen er symmetri og nøytralitet viktige hensyn. Symmetri betyr at det må gis fullt fradrag for alle relevante kostnader, herunder tap. Dette innebærer at staten avlaster bedriftenes risiko ved investeringer. Videre bør skattesystemet virke mest mulig nøytralt med hensyn til valg av finansieringsformer og virksomhetsformer. Et godt utformet skattesystem basert på faglige prinsipper vil i mindre grad være gjenstand for stadige endringer, og vil dermed bidra til forutsigbarhet for bedriftene. Etter flere skattereformer har Norge i all hovedsak et godt skattesystem.

Myndighetene avlaster også husholdningers og bedrifters risiko gjennom universelle, rettighetsbaserte

¹³ Acemoglu, D., & Robinson, J. "Why Nations Fail: The origins of Power, Prosperity, and Poverty (2012).

velferdsordninger. Inntektssikring ved arbeidsledighet gir ledige tid til å finne en jobb tilpasset deres ferdigheter, fremfor å ta den første og beste jobben fordi de må. Inntektssikring kan lette omstillinger, både ved at det er lettere for fagforeninger å godta nedbemanninger, men også ved at trygghet for en viss minsteinntekt gjør det lettere for folk å ta sjanser, for eksempel på å etablere egen virksomhet. I tillegg bidrar inntektssikring til at husholdningenes inntekter og etterspørsel svinger mindre over konjunktorene enn uten slike ordninger. Mer stabil etterspørsel bidrar til stabilitet også for næringslivet, og gjør det tryggere å gjennomføre investeringer.

Finanspolitikken

Stabiliseringspolitikken tar sikte på å regulere økonomiske konjunkturer for å motvirke negative effekter av disse. De to primære verktøyene i stabiliseringspolitikken er penge- og finanspolitikken. Begge spiller en sentral rolle i å sikre stabilitet og forutsigbarhet økonomien, men virker ulikt. Mens pengepolitiske beslutninger kan iverksettes raskt, kan finanspolitiske tiltak ta lengre tid å beslutte og iverksette. Til gjengjeld kan finanspolitiske tiltak være mer målrettede. Det er et viktig samspill mellom de to virkemidlene.

Finanspolitikken er en viktig del av den økonomiske politikken i et land. Overordnet kan man si at myndighetene har to finanspolitiske hovedinstrumenter: (i) offentlige utgifter og (ii) skatter og avgifter mv. Disse instrumentene kan anvendes på hhv. offentlig konsum, investeringer og overføringer. Utformingen av politikktiltak vil avhenge av formål, som grovt sett også kan deles inn i to: (i) stabiliseringspolitikk (motkonjunkturpolitikk) og (ii) økonomiske rammebetingelser og fordeling.

Økonomiske modeller viser dessuten at ekspansiv pengepolitikk er et mindre målrettet virkemiddel

dersom deler av tilbudet i økonomien plutselig reduseres. Lavere rente kan i en slik situasjon forsterke flaskehalsene i produksjonen og gi økte priser. Finanspolitikk kan dermed i enkelte tilfeller være et mer målrettet virkemiddel, fordi den bedre kan tilpasses områder der tilbudet ikke er redusert. I kjølvannet av finanskrisen har dessuten flere økonomer pekt på at handlingsrommet for pengepolitikken kan være begrenset ved svært lave rentenivåer og at responsen vil kunne avhenge av hva slags sjokk økonomien utsettes for (Larsen, 2021).¹⁴

I økonomiske nedgangstider kan myndighetene øke offentlig etterspørsel for å øke den økonomiske aktiviteten og hindre tilbakeslag og økt ledighet. Motsatt vil myndighetene kunne redusere de offentlige utgiftene i en høykonjunktur for å hindre at økonomien overopphetes. Skattesystemet er lite egnet i den aktive stabiliseringspolitikken. Skattesystemet bidrar imidlertid som automatisk stabilisator, ved at skatteinnbetalinger går ned i lavkonjunkturer uten at reglene endres. Et effektivt skattesystem som gjenspeiler økonomiske realiteter, legger til rette for at de automatiske stabilisatorene får virke best mulig.

Den økonomiske litteraturen viser at økonomier som i større grad benytter aktiv finanspolitikk for å dempe utslagene av sjokk, gjennomgående har høyere BNP og sysselsetting og lavere arbeidsledighet, enn land som i mindre grad forsøker å dempe konjunktorene, se Auerbach, Gale og Harris (2010), Auerbach og Gorodnichenko (2012), Holden og Sparrman (2020), Michaillat (2014) og Nymoen og Sparrman (2015).¹⁵ Det er verdt å merke seg at selv om finanspolitikken kan bidra til å stabilisere økonomien, viser Ramey (2011) og Ramey (2012) at det er offentlig sysselsetting som bidrar til lavere arbeidsledighet og at privat sysselsetting ikke løftes av disse tiltakene.¹⁶

¹⁴ Larsen, V. H. (2021). COMPONENTS OF UNCERTAINTY. *International Economic Review*, 62(2), 769–788.

¹⁵ Auerbach, A. J., W. G. Gale og B. H. Harris (2010). Activist fiscal policy. *Journal of Economic Perspectives* 24(4), 141–164.

Auerbach, A. J. og Y. Y. Gorodnichenko (2012). Measuring the Output Responses to Fiscal Policy. *American Economic Journal* 4(2), 1–27.

Holden, S. og V. Sparrman (2018). Do Government Purchases Affect Unemployment? *The Scandinavian Journal of Economics*. 120(1), 124–158.

Michaillat, Pascal (2014). "A Theory of Countercyclical Government Multiplier." *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6 (1): 190–217.

Nymoen, R. og V. Sparrman (2015). Equilibrium Unemployment Dynamics in a Panel of OECD Countries. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. 77(2), 164–190.

¹⁶ Ramey, V. (2011). Identifying government spending shocks: It's all in the timing. *Quarterly Journal of Economics* 126(1), 1–50.

Ramey, V. A. (2012). Government Spending and Private Activity. In A. Alesina and F. Giavazzi (Eds.), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, Chapter 1. University of Chicago.

Finanspolitikken vil kunne understøtte og supplere pengepolitikken i stabiliseringspolitikken. Imidlertid forutsetter dette at finanspolitikken er bærekraftig på lang sikt. Dette reduserer faren for at budsjettpolitikken brått må strammes til gjennom store skatteøkninger eller utgiftskutt, som blant annet vil treffe bedriftene gjennom store kostnadsøkninger. En bærekraftig finanspolitikk er dermed også en forutsigbar finanspolitikk.

I Norge har vi et finanspolitisk rammeverk bestående av bl.a. budsjettpolitiske regler, som er med på å sikre denne forutsigbarheten. Et eksempel er handlingsregelen, som både innebærer at statens oljeinntekter fases gradvis inn i økonomien og at realverdien av oljefondet bevares for fremtidige generasjoner. I tillegg skjermes statsbudsjettet fra kortsiktige svingninger i oljeinntektene og budsjettpolitikken gis handlefrihet til å motvirke økonomiske tilbakeslag. I tillegg demper budsjettet svingningene gjennom de automatiske stabilisatorene.

Selv om det finanspolitiske rammeverket bidrar til forutsigbarhet i den økonomiske politikken, er det også noen sårbarheter i systemet. Når fondet finansierer en femdel av utgiftene på statsbudsjettet, er handlingsrommet sårbart for svingninger i fondsverdien. Etter noen år med sterk vekst i verdipapirprisene er det stor usikkerhet om avkastningen fremover.

Pengepolitikken

Pengepolitikken i Norge har som overordnet mål å opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. Sentralt i Norges Banks mandat er også at "inflasjonsstyringen skal være fremoverskudende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting, og motvirke oppbygging av finansielle ubalanser"¹⁷. Siden 2018 har det operative målet vært en årsvekst i konsumprisene på 2 prosent.

Norges Bank peker imidlertid på at "[d]e ulike delene av den økonomiske politikken må virke sammen for å oppnå en god og stabil utvikling i økonomien – med høy sysselsetting og lav arbeidsledighet. En tydelig arbeidsdeling mellom finanspolitikken,

pengepolitikken og lønnsdannelsen danner grunnlaget for et godt samspill."¹⁸

Innretningen av pengepolitikken gir husholdninger og bedrifter stabile rammebetingelser å forholde seg til i f.eks. lønnsforhandlinger og investeringsbeslutninger. Både for høy og for lav inflasjon kan påføre samfunnet kostnader. En for høy inflasjon kan skape uforutsigbarhet, mens en for lav inflasjon kan føre til en mindre grad av omstilling enn ønskelig. Slik vil inflasjonsmålet og utøvelsen av pengepolitikken kunne bidra til støtte opp under aktiviteten i økonomien.

Finanskrisen tvang frem mer oppmerksomhet om regulering av finansmarkedene. Kapitalkravene er økt, og motsykliske kapitalkrav er introdusert. Finansforetakene må holde mer egenkapital i oppgangstider, slik at kravene kan lempes på i nedgangstider for å opprettholde kapitaltilgangen. Det har også blitt introdusert større innslag av risikobaserte kapitalkrav, hvor mengden kapital foretakene må holde avhenger av hvor mye risiko de tar. I tillegg til kapitalkrav har det kommet krav til foretakenes likviditetsreserver, til langsiktig og stabil finansiering, og til bedre rapportering og sterkere tilsyn med foretakene. Alle disse kravene skal føre til mer robuste finansmarkeder, og til at ubalanser ikke bygger seg opp. Det kan redusere risikoen for finansielle tilbakeslag, samt bedre evnen til å håndtere slike. Det vil bidra til redusert usikkerhet, og bedre og billigere kapitaltilgang for bedriftene.

Lønnsdannelsen

Den norske koordinerte lønnsdannelsen støtter opp om stabiliseringspolitikken ved at partene hensyntar den økonomiske situasjonen når lønningene skal fastsettes og ved at konkurranseutsatt sektor¹⁹, som er mest berørt av internasjonale forhold, forhandler først. De andre sektorene forhandler deretter gitt den normen som følger av anslått lønnsvekst i konkurranseutsatt industri.

mede næringer som regel har blitt assosiert med tjenesteproduserende næringer (varehandel, transporttjenester, offentlig sektor, finansiell tjenesteyting, annen privat tjenesteyting etc.) har fulgt rammen fra frontfaget.

¹⁷ Slik det er tolket og formulert i [Norges Banks](#) strategi.

¹⁸ Sentralbanksjef Øystein Olsen i Dagens Næringsliv 14. mai 2018.

¹⁹ Tradisjonelt har konkurranseutsatte næringer blitt assosiert med industrien og har vært frontfag, mens skjer-

Forhandlingsmodellen bidrar til at finans- og pengepolitikken kan innrettes mot å holde full sysselsetting uten frykt for tiltakende inflasjon og/eller ukontrollert tap av konkurranseevne.

Systemet for lønnsdannelse i Norge har dype røtter. Ideen om en ramme, som gjenspeiler lønnsevnene i industrien, går tilbake til 1930-tallet (Moene og Wallerstein, 1992). Den såkalte Frontfagsmodellen, med et frontfag- og følgefag ble utviklet som en teori på 1960-tallet (Aukrust, 1977).

Systemet er i teorien enkelt. Frontfaget – industrien – er utsatt for internasjonal konkurranse, som innebærer at frontfaget i liten grad kan påvirke sin lønnsomhet. Lønnsomheten i konkurranseutsatt sektor bestemmes av prisene i det internasjonale markedet og av hvor mye vi får ut av ressursene (produktivtetsutviklingen). Innenfor denne rammen forhandler frontfaget blant annet om nominell lønnsvekst. Reallønnsutviklingen i konkurranseutsatt sektor bestemmes også av innenlandsk prisvekst. Denne følger av prisveksten på importerte varer og tjenester og innenlandsk lønns- og produktivtetsvekst. Slik bestemmes reallønnen i konkurranseutsatt sektor også av lønnsutviklingen i skjermet sektor.

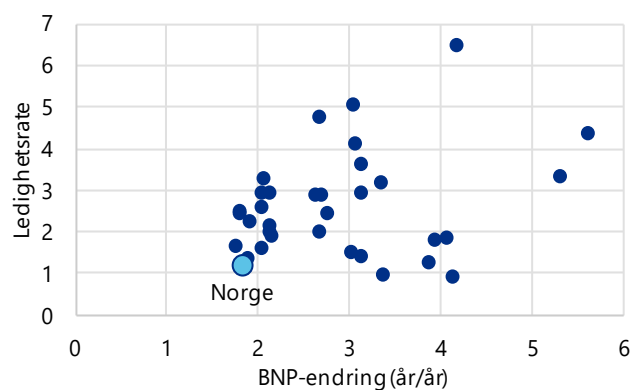
Alle sektorer vinner på frontfaget. Både i teori og praksis er rammen frivillig, og systemet har ingen "straffemekanismer" for de som avviker fra denne. Likevel tyder empirien på at arbeidslivets parter har sluttet opp om systemet over tid (Gjelsvik, Nymoen og Sparrman, 2020)²⁰. Dette skyldes at lønnstakerne over tid vil oppnå en bedre lønnsutvikling ved å følge frontfaget enn ved å bryte ut, blant annet

fordi summen av pris- og produktivitetstrenden på industrienes eksportvarer over tid er høyere enn tilsvarende vekst i skjermet sektor. Ved å følge lønnsveksten i frontfaget vil også lønnstakerne i skjermet sektor ta del i pris- og produktivtetsutviklingen i industrien. Samtidig vil høy produktivtetsvekst i skjermede næringer være gunstig for alle lønnstakere, fordi dette begrenser prisveksten og bidrar dermed positivt til kjøpekraftsutviklingen.

Det finnes alternativer til dette systemet, men de er trolig mindre attraktive. En vanlig antakelse er nemlig at arbeidstakere veier sannsynligheten for sysselsetting opp mot økt reallønn. En alternativ mekanisme til frontfaget er dermed å dempe lønnsveksten gjennom at arbeidsledigheten blir tilstrekkelig høy. Et annet system for lønnsdannelse kan dermed bidra til at vi får større variasjon i sysselsetting og ledighet.

Variasjon i BNP-vekst og ledighetsrate

Standardavvik*



*Standardavvik fra 1961 til 2019, eller fra første tilgjengelige år.
Kilde: Refinitiv Datastream / OECD Economic Outlook / NHO

²⁰ Gjelsvik, M., Nymoen, R., & Sparrman, V. (2020). Cointegration and Structure in Norwegian Wage–Price Dynamics. *Econometrics*, 8(3), 29.