



CME

Working Paper Series 6/06

## **VERDENS RIKESTE LAND**

Arne Jon Isachsen  
CME/BI

Juni 2006



**BI**

Centre for Monetary Economics,  
BI Norwegian School of Management

# Verdens rikeste land

Nu går alt så meget bedre, eller.....?	side	1
Om et par misforståelser i økonomifaget.....	side	5
Litt om hvorfor det går så godt i norsk økonomi.....	side	9
Å tjene eller å behage?.....	side	13
Verdens rikeste land.....	side	17
Hva skjer i det kinesiske kapitalmarkedet?.....	side	21

Dette arbeidsnotatet setter sammen Månedsbrevet for årets seks første måneder.

# MÅNEDSBREVET

Januar 2006

## NU GÅR ALT SÅ MEGET BEDRE, ELLER .....?

---

For verden sett under ett tegner 2006 til å bli nok et bra år med en realøkonomisk vekst på mellom 4 og 4,5 prosent. Har det gått godt så lenge at vi har mistet beredskapen for håndtering av dårlige tider? På det politiske planet er det frykt for nye terroristangrep og uro og usikkerhet mange steder; i Midt-Østen, på den koreanske halvøya, og i relasjonen mellom Kina og Taiwan, for å nevne noen. På det økonomiske planet frykter mange at fremvoksende økonomier som i lang tid har støttekjøpt dollar, snart vil slutte med det. Hvordan vil den globale økonomien håndtere et fall i dollarkursen på 30 prosent eller mer? Til sist, Kinas tørst etter olje skaper nye allianser og fører til høyere energipriser. Det gjør forholdet til USA mer anstrengt.

---

En hver bedriftsleder med respekt for seg selv har en visjon for sin bedrift. Hvor ønsker hun at foretaket skal være om fem år? Hvilke verdier skal bedriften assosieres med? En visjon lages ikke i et vakuum. Hvordan vil samfunnet som bedriften er en del av, utvikle seg? Hvilke endringer i de globale rammebetingelsene er underveis?

Dette månedsbrevet streker opp noen globale utviklingstrekk som den seriøse scenaribygger og den reflekterende bedriftsleder kan ha nytte av å ta med seg.<sup>1</sup> En stor utfordring mange bedriftsledere nå står overfor er kanskje denne: Nå har det gått godt så lenge at vi har mistet beredskapen for håndtering av dårlige tider.

### De gode tidene fortsetter

”Global growth is continuing at a pace which is dynamic, and we don’t even exclude that (it) could be a little bit higher in 2006 in comparison with 2005.”

Så sa Jean-Claude Trichet, sjefen for Den europeiske sentralbanken, nylig. Konsensusprognoser for 2006 ser slik ut: Den realøkonomiske veksten i Kina og India fortsetter på 7—8 prosent eller mer; veksten i USA blir om lag det halve; og i EU og Japan omtrent det halve av det igjen. Latin-Amerika kjenner ikke sin besøkelsestid og unngår å sette strukturelle grep i en tid der den globale økonomien gir den beste mulighetene for nettopp det. Afrika – i hvert fall noen land på dette kontinentet – er i siget. For verden sett under ett tegner 2006 til å bli nok et bra år med en realøkonomisk vekst på mellom 4 og 4,5 prosent.

---

<sup>1</sup> I skrivningen av dette Månedsbrevet har jeg hatt stor nytte av diverse ferske artikler i Financial Times, blant annet av John Kay, Kenneth Rogoff, Martin Feldstein og Martin Wolf.

En slik utvikling forutsetter at olje- og andre råvareproduserende land øker sin etterspørsel. Kina-effekten bidrar til å holde inflasjonen i sjakk, og dermed også det nominelle rentenivået nede. I USA flater boligprisene ut, og privat konsum vokser noe langsommere. En svakere dollar kombinert med økt etterspørsel i andre land, er gode nyheter for amerikanske bedrifter som vrir sin produksjon mer mot utlandet. Troen på at trær vokser inn i himmelen, gjenspeiles i små differanser i forventet avkastning til tross for store risikodifferanser. Alan Greenspan – utgående sjef for Fed – uttrykker bekymring for dette: "... history has not dealt kindly with the aftermath of protracted periods of low risk premiums."<sup>2</sup>

Hvorfor holder de fleste prognosemakere seg nær konsensus? Fordi om du har sterke oppfatninger om at utviklingen vil ta en annen retning, men tar feil, mister du jobben. Om du har rett, mister du gode venner. Ingen liker nemlig hun som ofte – og med rette – kan si "Hva sa jeg!"

## **Forskjeller i inflasjon forstyrrer prognosene**

Naiv ekstrapolering innebærer at kjente trender fra senere år trekkes inn i fremtiden, eventuelt korrigert for forestillingen om at det eksisterer et "normalleie" som den aktuelle variabelen vil tendere mot på lang sikt. I denne sammenheng blir det viktig å skille mellom nominelle størrelser og realøkonomiske.

Her forleden møtte jeg en tidligere student. Flink gutt. Han var opptatt av dollarkursen. Som gjennomsnitt over lange perioder har dollaren kostet rundt 7 kroner, resonnerer han, og da er det vel naturlig at den fortsetter med det? Så måtte han løpe. De unge fremadstormende i dag, har de dårligere tid enn da jeg var det?

Det jeg ville sagt ham, om tiden hadde tillatt det, var følgende: Om dollaren raskere mister kjøpekraft overfor amerikanske varer og tjenester enn det kronen gjør overfor norske varer og tjenester, er det ikke da rimelig å regne med at dollaren også mister kjøpekraft overfor den norske kronen? Sagt med andre ord; om amerikansk inflasjon er høyere enn norsk, skal vi ikke forbauses om dollarkursen svekker seg. Realvalutakursen, dvs. valutakurs korrigert for forskjeller i inflasjon, kan vi derimot ha større tro på over tid vil ha et normalleie å peile seg inn mot.

## **Hva kan gå galt? Politiske utfordringer**

På den politiske arena er det ikke vanskelig å tenke seg ting som kan gå galt. Er det til å unngå at nye terroristangrep vil ramme vår del av verden – eventuelt ved bruk av masseødeleggelsesvåpen? Kanskje blir det ikke noe slikt angrep i år. Men hva med neste år? Eller året deretter?

I tillegg til de direkte ødeleggelser et terroristangrep vil føre til, kommer indirekte virkninger. Om angrepet er i form av sprengning av skip i amerikansk eller europeisk havn, kan konsekvensen bli en sterk opptrapping av kontroll av all sjøverts trafikk. Det kan gi store

---

<sup>2</sup> Se Greenspans foredrag i Jackson Hole av 26. august 2005:  
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050826/default.htm>

forsinkelser og økte kostnader. Rent analytisk blir resultatet ikke ulikt en merkbar skatt på internasjonal handel, noe som vil legge en demper på den økonomiske veksten.

I relasjoner mellom land kan utviklingen lett gå av hengslene mange steder:

- Iran – med sin opptrapping av sitt atomforskningsprogram. Som resten av verden frykter skal ende i produksjon av bomber
- Israel/Palestina-konflikten som ved statsminister Ariel Sharons hjerneslag har fått et nytt element av usikkerhet og uforutsigbarhet over seg
- Nord-Korea som allerede påstår å ha atomvåpen, og hvor det i seks-landsforhandlinger (Nord- og Sør-Korea, Kina, Russland, Japan og USA) ikke har vært mulig å komme frem til en ordning alle kan godta
- Taiwan, som kan provosere Kina ved krav om full løsrivelse
- Iraks fremtid – hva skjer når USA trekker sine styrker ut?

Eller kanskje det mest skremmende; krig og uro steder vi i dag ikke kan forestille oss og knapt kjenner til. Da Winston Churchill våren 1950 ble informert om at det var krig i Korea, skal han visstnok ha sagt, lettere oppgitt; ikke fortell meg om krig et sted jeg aldri før har hørt om.

## Hva kan gå galt? Økonomiske ubalanser

Amerikanske konsumenter har vært pådrivere for den globale veksten. Men er grensen snart nådd? Husholdningenes gjeld som andel av disponibel inntekt har gått fra vel 90 prosent til nærmere 130 prosent på de siste åtte årene. Betjening av gjeld – renter og avdrag – tar nå 14 prosent av den jevne husholdningens inntekter. Det er en bekymringsfull rekord. En nær dobling av boligprisene de siste ti årene ligger bak økende låneopptak. Men – kan man undre seg – hvorfor har ikke karusellen stoppet opp med de renteøkninger den amerikanske sentralbanken har satt ut i livet de siste par årene? Tretten ganger har Alan Greenspan hevet den korte renten. Som har steget fra 1 prosent til 4,25 prosent. Imidlertid har de lange renter i hele denne perioden ligget stille rundt 4,5 prosent. Og med de lange rentene i ro, blir den dempende virkningen på aksjekurser og boligpriser mindre.

De fremvoksende økonomiers ønske om å bygge opp egne, eide reserver av utenlandsk valuta, primært i dollar, betyr at økt etterspørsel etter lange amerikanske statspapirer. Renten på dem holdes nede selv om underskuddene på de statlige finansene varer ved. Tidligere erfaringer tilsier at med solide beholdninger av andre lands verdipapirer, blir det lettere for de fremvoksende økonomiene å håndtere uforutsette hendelser. Men er ikke snart nok nok? Og i så fall – hva vil da skje med amerikanske renter og med den amerikanske valutaen?

Et scenario ser slik ut: Sentralmyndighetene i andre land mister interessen for ytterligere å akkumulere amerikanske verdipapirer. Renten må opp i det finansieringsbehovet i USA består, jfr. store underskudd på driftsbalansen og i statsfinansene. Høyere rente fører til fall i boligpriser, fall i privat konsum og fall i dollaren. Først ved kurser på en euro rundt 1,60—1,70 dollar (opp fra dagens nivå på om lag 1,20 dollar pr. euro) og en dollar lik 5—6 kinesiske yuan (ned fra dagens 8 yuan pr. dollar) roer markedene seg.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Hvordan de internasjonale finansmarkedene, med sine uregulerte hedgefond, omfattende bruk av derivater og automatiske stop-loss programmer vil håndtere en slik situasjon, er et ytterligere usikkerhetsmoment.

Det kanskje mest skremmende i dagens bilde er stø kurs i feil retning: Med en økonomi som går for henimot full musikk, gjør USA altfor lite for å rette opp utbalansene i statsfinansene. EU er for passive i å rette opp et fastlåst arbeidsmarked. En arbeidsløshet på nær 10 prosent år ut og år inn kan ikke karakteriseres som annet enn grov sløsing med verdifulle ressurser. Og Kina holder for stramt igjen på den oppskrivningen av sin valuta som det nå er behov for.

### **Kinas behov for energi – en kilde til uro?**

I henhold til bergninger foretatt av US Energy Information Administration vil det mellom 2002 og 2025 være behov for en vekst i oljeproduksjonen tilsvarende fire ganger dagens produksjon i Saudi-Arabia – verdens største eksportør av det svarte gull. Om prognosene over er riktige, vil energiprisene ta til å stige. Men da vil etterspørselen etter energi gå ned. Å snakke om ”behov” for olje eller hva det skulle være som om endringer i priser ingen virkning har, kan lett bli for enkelt.

I de senere år har Kina stått for en betydelig del av *veksten* i verdens oljeforbruk. Denne etterspørselsøkningen har vært klart prisdrivende. Med Kinas raske økonomiske vekst, med tilhørende behov for mer olje, blir andre land nødt til å punge ut mer for å dekke sine energibehov – til glede for oljeeksporterende land som Norge.

For å sikre tilgangen på olje har Midtens Rike inngått samarbeid med mange land – både oljeprodusenter i Kinas eget nærområde, som Iran og Kashakstan, og land lenger unna, som Sudan og Nigeria i Afrika, og Brasil og Venezuela i Sør-Amerika. I november 2004 inngikk president Hu Jintao en avtale om kinesiske direkteinvesteringer i Brasil på 20 milliarder dollar i årene fremover, hvorav en ikke ubetydelig andel skal gå til utvinning av olje og gass.<sup>4</sup>

Da det statlige oljeselskapet CNOOC prøvde seg på Unocal, et relativt lite, amerikansk oljeselskap som storbedriften Chevron allerede hadde lagt inn bud på, skapte det stor uro i den amerikanske Kongressen. Å la et kinesisk statsforetak overta eierskapet til fysiske oljeforekomster når et annet amerikansk selskap stod klar til å gjøre det, slo dårlig an. Så dårlig at CNOOC til slutt fant det tilrådelig å trekke sitt bud tilbake.

For 2005 peker tallene i retning av at Kina – med en økonomi som trolig er 30—40 ganger større enn den norske – vil få et overskudd på sin driftsbalanse med utlandet som bare er tre—fire ganger større enn vårt. Hvorfor blir da ikke Norge presset minst like hardt som Kina for en oppskrivning av valutaen og en reduksjon i den utenriksøkonomiske ubalansen? Fordi norsk eksport ikke napper arbeidsplasser ut av andre land (les: USA). Ved å produsere så mye olje og gass som vi bare makter, bidrar Norge til at petroleumsprisene stiger mindre enn de ellers ville.

Godt Nyttår!

---

<sup>4</sup> Se artikkelen “China’s Global Hunt for Energy”, av David Zweig og Bi Jianhai, *Foreign Affairs*, September/October 2005.

Februar 2006

## OM ET PAR MISFORSTÅELSER I ØKONOMIFAGET

---

Noen ganger trenger et land å styrke sin konkurransevne. Andre ganger er en svekkelse på sin plass. Tysk gjenforening skapte behov for økt ressurstilgang, dvs. at importen overstiger eksporten. I stedet for en svekkelse av konkurransevnen gjennom en oppskrivning av valutaen, fikk vi inflasjon. Det førte til høyere renter i hele Europa.

Med for sterk fokus på økt produktivitet kan kraftige utstøtningsmekanismer komme i sving. Med skatterabatt på lønnsinntekter for dem over 62 år, kan man dempe kravet om produktivitet og stimulere tilbud av og etterspørselen etter arbeidskraften til samfunnets seniorer. Noe å tenke på for vår nye arbeids- og inkluderingsminister?

---

Om du noen skulle bli intervjuet på Dagsrevyen, og spørsmålet er hva som bør gjøres med norsk økonomi, kan du trygt uttale følgende: "Vi trenger tiltak for økt produktivitet og for styrking av konkurransevnen".

Men er det så sikkert da? At økt produktivitet og sterkere konkurransevne alltid er hva som trengs?

### Konkurransevne er et relativt begrep

La oss ta det siste først. Et vanlig mål på konkurransevne er utviklingen i arbeidskostnader pr. produsert enhet, målt i samme valuta. Sterk konkurransevne går vanligvis sammen med store overskudd i utenriksøkonomien. Hva betyr det? At samlet eksport stadig er større enn samlet import. Man stiller med andre ord mer varer og tjenester til disposisjon for resten av verden enn man selv mottar. Etter en del år kan det vel være på sin plass med det motsatte? Det vil si glede seg over å kunne importere mer enn man eksporterer? I så fall kan en svekkelse av konkurransevnen være på sin plass.

Videre, konkurransevne er et relativt begrep.<sup>5</sup> Om ett land har behov for å styrke konkurransevnen, hvilke land er i så fall modne for en svekkelse? I dagens globale bilde

---

<sup>5</sup> Visesentralbanksjef Jarle Berge har definert begrepet konkurransevne slik: Evnen til å betale høye lønninger på bakgrunn av høy produktivitet. Da trenger ikke konkurransevne være et relativt begrep.

synes det lite kontroversielt å hevde at USA, med sine enorme underskudd i utenrikshandelen, trenger en bedring av konkurranseevnen. Det er heller ikke vanskelig å peke på at Kina, som for 2005 kunne glede seg over et handelsoverskudd på over 100 milliarder dollar, vil kunne være tjent med en svekkelse av sin konkurranseevne. Den enkleste måten å få disse to tingene til på, er ved at kinesiske yuan styrker seg mot amerikanske dollar.

### **Fordi Tyskland fikk ikke lov til å skrive opp marken ....**

Ved Tysklands gjenforening høsten 1990, ble de fem tidligere øst-tyske Länder tatt opp i Forbundsrepublikken Tyskland. Boet kansler Helmut Kohl overtok viste seg å være atskillig mer råttent enn noen i utgangspunktet hadde tenkt seg. Her trengtes store investeringer både i infrastruktur og i produksjonsutstyr. I tillegg kom utgifter til en oppgradering av boligstandarden. På toppen av dette kom behovet for en rask økning i kjøpekraften til den vanlige østtysker. ”Enten sender vi penger til dem, eller så flytter de til oss”, som det ble sagt.

Ettersom kansler Kohl var lite innstilt på å heve skattene for å betale for økte investeringer og store overføringene, måtte midlene komme fra utlandet. Hvordan skjer det? Ved at importen øker langt kraftigere enn eksporten. En rent regnskapsmessig sammenheng. Hvilket fordret en svekkelse av konkurranseevnen til tysk økonomi.<sup>6</sup>

Nå er det to måter å få til en forverring av et lands konkurranseevne på. Enten ved en oppskrivning av valutakursen. Eller ved en raskere inflasjon. Tyskland ville gjerne skrive opp sin mark. Men Frankrike sa nei. På den tiden – tidlig på 1990-tallet – deltok de toneangivende landene i Europa i et fastkurssystem. Sågar britene var med. Som del av dette systemet trengtes enstemmighet for endring av sentralkursene. Med Frankrikes ”non” var det bare en mulighet tilbake; den kraftige økningen i samlet etterspørsel som Tyskland erfarte, førte til tiltakende inflasjon. Men Bundesbank, hvis oppgave var å bevare pengeverdien, kunne ikke la en slik utvikling fortsette. Renten ble satt opp og inflasjonen holdt i sjakk. Med tysk rente som gulv for renten i andre europeiske land, ble konsekvensen et høyere rentenivå i Europa generelt. Det kom meget upassende, også for Norge.

### **..... ble andre valutaer tvunget til å devaluere**

Høsten 1992 mente George Soros, den dyktige spekulanten av ungarsk opprinnelse, at fastkurssystemet ville sprekke. Han lånte 10 milliarder dollar på den ene milliard han allerede hadde, og satset alt på at britiske pund ville tre ut av valutasamarbeidet for deretter å falle som en stein. Deri fikk han rett. Og nettet inn en milliard dollar på disse transaksjonene. Som i seg selv økte presset på pundet og bidrog til dets fall. Senere fulgte andre valutaer etter. De ble tvunget til å devaluere eller til å forlate fastkurssamarbeidet for deretter å miste verdi. Det siste gjaldt Finland, Sverige og Norge, i den rekkefølgen.

At mange europeiske valutaer depresierer i forhold til Tysklands valuta, betyr jo bare at den tyske marken appresierer. Ikke slik tyskerne hadde ønsket, ved en grei og oversiktlig revaluering. Men på en ugrei og uoversiktlig måte der andre valutaer tvinges til å devaluere eller til å flyte nedover.

---

<sup>6</sup> Bemerk i denne sammenheng at når et *land* taper konkurransekraft, for eksempel ved en styrkelse av valutaen, blir det desto viktigere for den enkelte eksport- og importkonkurrerende *bedrift* å gjøre sitt ytterste for å opprettholde eller bedre *sin* konkurranseevne.



Om Frankrike i stedet hadde godtatt forverring av tysk konkurranseevne gjennom en revaluering mot de fleste andre valutaer, slik tyskerne selv ønsket, hadde tysk inflasjon og rente tidlig på 1990-tallet vært holdt på et lavere nivå. Det hadde vært mye bedre for alle.

## **Vi lever av produksjon – ikke av produktivitet**

Så var det det med produktiviteten. Vi lever av hvor mye vi produserer. Ikke av hvor raskt vi gjør det. I debatten – både ute og hjemme – kan det tidvis virke som om man glemmer dette.

Om vi setter en indeks for produksjon pr. amerikaner til 100, er produksjonen pr. franskmann i underkant av 70. Men ser vi på produksjonen pr. arbeidstime, er tallene omtrent like, eller kanskje noe høyere i Frankrike enn i Amerika. Den jevne franske arbeidstaker er altså minst like produktiv som den jevne amerikanske, når hun først tar fatt. Men den jevne amerikaner jobber mye mer. Hva skyldes dette?

Franskmenn er mer glad i ferie og fritid enn amerikanere, og tar seg råd til det. Med en større grad av kollektive avtaler har arbeidstakerne forhandlet frem en arbeidstid over året som står i stil til den økte velstanden. Satt på spissen, i Frankrike jobber man for å leve; i USA lever man for å jobbe. Med i bildet hører at andelen av befolkningen i arbeidsfør alder er mindre i Frankrike enn i Amerika. Med flere pensjonister er det rimelig at antall timer jobbet *pr. innbygger* går ned.

I tillegg til at disse to tilforlidelige årsakene til observasjonen at franskmenn i gjennomsnitt jobber lite – kortere arbeidsdager og flere pensjonister – hører en tredje og mindre flatterende: Arbeidsløsheten i Frankrike er omtrent det dobbelte av hva den er i Amerika. Altfor mange franskmenn som gjerne vil ha jobb, blir gående ledig. Hvilket innebærer en enorm sløsing med ressursene.

## **Lavere arbeidsløshet kan kreve større lønnsbredning .....**

Hva skyldes det at det er så mange flere uten jobb i Europa enn i Amerika? Noe fullstendig svar på dette viktige spørsmålet er jeg ikke i stand til å gi. Men én grunn er trolig en langt mindre sammenpresset lønnsstruktur i USA enn i Europa. Lønnsnivået for lavlønte i Amerika er virkelig lavt – og for de høytlønte urimelig høyt. Lave lønninger bidrar til at etterspørselen etter den mindre produktive arbeidskraften holder seg oppe. På supermarkeder i USA er det ikke sjelden at noen hjelper deg med å få varene opp i de store, brune papirposene. På dyre restauranter er det ”valet parking”, hvilket innebærer at andre parkerer bilen din. På universiteter er kontorene rene hver morgen – han som vasker om kvelden, kjøre kanskje drosje om dagen.

Med lave lønninger, langt på vei bestemt av markedskreftenes frie utfoldelse, blir det lettere å få jobb. Nøyer man seg med ti dollar timen er det arbeid å få. Skal du ha femten, må du kanskje gå uten jobb. Det brutale i dette systemet – at forskjellene stadig øker, blant annet pga. teknologiske fremskritt og globalisering, og at de rike stadig tar en større del av kaka – har liten appell til oss.

Hva betyr det for produktiviteten i amerikansk økonomi at mange tjener så dårlig? Den blir lavere – *i gjennomsnitt* – enn den ellers ville ha vært. På samme måte som gjennomsnittstiden på fem-mila i Kollen øker om du og jeg stiller opp. Ikke at ikke Frode Estil og andre racere stadig flyr fortore gjennom marka. Men i *gjennomsnitt* kan fem-mila fortone seg som en slappere øvelse om mange turløpere slipper til.

Hva er poenget her? Jo, at om du gjerne vil ha hele folket i arbeid, er konsekvensen lavere produktivitet sett som gjennomsnitt for hele flokken. Det å overfokusere på produktivitet vil i så fall føre til utstøtninger i arbeidsmarkedet som vi ikke er interessert i. Er det nettopp noe av det som skjer i Norge i dag?

#### **..... og det kan vi kanskje få til ved å gjøre noe med skatten?**

Bjarne Håkon Hanssen, vår nye arbeids- og inkluderingsminister, er stadig ute med artige innspill. I Aftenposten 2. februar tar han utgangspunkt i at 850.000 mennesker, eller en tredjedel av arbeidsstyrken, ikke er på jobb en tilfeldig valgt dag i februar. Hanssen noterer at 700.000 av disse mottar en eller annen stønad fra det offentlige. Syke og uføre skal selvsagt ikke være i jobb, presiserer ministeren. De skal ikke herses med. Men, sier Hanssen, jeg skulle gjerne sett at veldig mange av de 850.000 var på jobb.

For å få bedre sving på sakene har han arrangert en idédugnad med sitt embetsverk. Tillat meg å komme med et innspill. La folk det året de fyller 62 år, få redusert skatt på arbeidsinntekt, la oss si med 20 prosent. Skulle du egentlig betalt 200.000 kr i skatt på inntekt fra arbeid, reduseres skatten med 40.000 kr. Men da kan du også godta en tilsvarende reduksjon i lønnen, uten å sitte igjen med mindre

Hva er vitsen? Jo, at hun som er 62 år, og som har en arbeidskapasitet som nå er noe mindre enn for noen år tilbake, fremdeles skal være *etterspurt* i arbeidsmarkedet. At lønnen er lav nok for arbeidsgiver til at hun er interessant å beholde som arbeidstaker.

La skatterabatten øke med åtte prosentpoeng hvert år. Det året man fyller 70 år vil det i så fall ikke være noen skatt på arbeidsinntektene overhodet. Lønningen til en 70-åring kan således være bortimot det halve av hva en 60-åring skal betales, samtidig som hun vil sitte igjen med omtrent like mye.

Kostnadene for staten blir bortfall av skatteinntekter for dem som uansett ville hatt jobb. Inntekten er den skatten de som ellers ikke ville hatt jobb betaler. Samt de sparte utgiftene i trygder etc. som flere folk i arbeid fører til. Om det finnes en rankingliste over land etter gjennomsnittlig produktivitet – ville Norge i så fall falle nedover på en slik. Men hva så? Flere i arbeid og økt produksjon, det er vel til å glede seg over?

Hele folket på ski!

# MÅNEDSBREVET

Mars 2006

## LITT OM HVORFOR DET GÅR SÅ GODT I NORSK ØKONOMI

---

**Med lave renter, en stabil valutakurs og synkende arbeidsløshet går norsk økonomi så det suser. I arbeidsmarkedet har man funnet en passende avveining mellom jobbsikkerhet og evne til omstillinger. I finanspolitikken har Handlingsregelen gitt nødvendig ansvarlighet. Og i pengepolitikken har et diskret fokus på valutakursen gitt god uttelling. Hva kan gå galt i tiden fremover? To ting: Vi roter det til med bruken av oljepenger. Eller vi slutter å jobbe før vi blir gamle.**

---

Tidligere i denne uken var hele regjeringen samlet på Jevnaker til den årlige budsjettkonferansen. En skokk med tallknusere fra finansdepartementet, samt noen toppbyråkrater fra statsministerens kontor, var også med. Skikkelig grunnlagsmateriale må til, må vite, når kursen for norsk økonomi i tiden fremover skal stakes ut.

Hvordan er så bildet? Det er rosenrødt eller lyseblått – alt avhengig av hvilken politisk fløy du liker best. Det er sikkert mange gode grunner for hvorfor Bondevik tapte for Stoltenberg ved valget sist høst. Men at norsk økonomi skulle være i dårlig lune, er ikke blant dem:

- Arbeidsledigheten er meget lav – og synkende
- Inflasjonen er meget lav – og stigende. Omsider. Med et måltall på 2,5 prosent årlig vekst i konsumprisindeksen, er det på grensen til det pinlige at vi for tredje året på rad har en inflasjon på under det halve.
- Rentenivået er meget lavt – og stigende. I små, men ikke hyppige, skritt. Torsdag 16. mars satte Norges Bank opp sin signalrente med et kvart prosentpoeng til 2,5 prosent.
- Utenriksøkonomien og statsfinansene er i eventyrlig god stand. Langt på vei gjennom vettug disponering av en stadig økende mengde oljepenger.

La oss gå bak disse tallene og se nærmere på noen av politikkområdene.

### **I Norge fungerer arbeidsmarkedet godt .....**

Norge har et mer fleksibelt arbeidsmarked enn de fleste andre land i Vest-Europa. Avviklingen av statlige Kongsberg Våpenfabrikk i 1987; omdanning av det beskyttede

Televerket til det konkurransutsatte Telenor midt på 1990-tallet; nedbemanning i Norges Bank gjennom de siste fire-fem årene, inklusive nedleggelse av seddeltrykkeriet, er eksempler på at staten som arbeidsgiver har handlingsrom.

Viktigere er trolig de private bedrifters handlingsrom. Nedleggelse og oppsigelser er mulig i Norge. Når noe legges ned, blir det rom for at noe annet kan bygges opp. Konkurs borger for et robust system. På bekostning av trygghet for det enkelte foretak. Men man kan ikke ha det begge veier. De som faller utenfor arbeidsmarkedet, som arbeidsløse eller uføre, har det ikke greit. For de fleste i vårt land er det likevel snakk om en situasjon det går an å leve brukbart med. Med et såpass godt sosiale sikkerhetsnett blir det akseptabelt med et noe mer moderat stillingsvern i Norge enn for eksempel i Frankrike og Tyskland.

Den rekordhøye arbeidsledigheten blant unge er et stort problem i Frankrike. Statsminister Dominique de Villepin vil gjøre det lettere for ungdom under 26 år å komme i arbeid. Planen er enkel; om du ansetter en ungdom, står du fritt til å avskjedige han eller hun i løpet av to år. Lett å avskjedige, lett å ansette. Og flere unge vil komme i arbeid. Mange av dem vil trolig klare seg bra. Men noen vil ikke innfri arbeidsgivers forventninger og bli sparket ut.

Klart en slik regel åpner for misbruk. Men hvilke regler gjør ikke det? Og hva er alternativet? En av fire-fem ungdommer uten jobb i årevis? Med lediggang som årsak til alt ondt, er store ungdomskull uten arbeid en sikker oppskrift på misnøye og bråk. Det så vi sist høst. Med bilbrenning over en lav sko over hele Frankrike.

Dess sterkere stillingsvern for dem som har jobb, dess mer risikabelt er det å ansette nye. Og bedriftene venter i det lengste med å ta inn ny arbeidskraft. En avveining må til i regelverket for stillingsvern. Denne avveiningen er langt bedre i Norge enn i Frankrike. Egentlig rører vi her ved et mer generelt problem; ved å gi fordeler til noen, skapes det ulemper for andre.

#### BOKS: FORDELER FOR NOEN – ULEMPER FOR ANDRE.

Abba P. Lerner het en kjent økonom (1903—1982). Født i Russland. Foreldrene emigrerte til London da lille Abba var tre år gammel. Med eksamen fra London School of Economics og senere studieopphold ved Cambridge, hørte Abba Lerner med til de sentrale økonomene rundt John Maynard Keynes, grunnleggeren av moderne makroøkonomi.

Lerners symmetriteorem sier at en skatt på import har samme effekt som en skatt på eksport. Det høres rart ut. Vil ikke det å legge en demper på importen være et bidrag til å gjøre det lettere å eksportere?

Hvorfor driver et land i det hele tatt med eksport? Jo, kun av én grunn. Eksport kan sees som betaling for import. I det lange løp vil omfanget av eksport være i samme størrelsesorden som omfanget av import. Ved å legge en demper på importen, i form av toll, legger man således også en demper på eksporten. Fordelen for importkonkurrerende næringer av toll må måles opp mot ulempene for eksportkonkurrerende næringer. Eksportbedrifter burde gå på barrikaden og protestere høylydt når importørene kan søke ly bak høye tollmurer.

## **..... og vi kan glede oss over en ansvarlig finanspolitikk**

I mars 2001 fikk vi Inflasjonsmål for pengepolitikken og Handlingsregelen for finanspolitikken. Fordi alle ansvarlige politikere bekjenner seg til Handlingsregelen, bruker vi bare avkastningen av Oljefondet, og ikke av midlene som tilføres i løpet av et år. Imidlertid ligger det to mulige problemer på lur. Med vedvarende høye oljepriser kan Oljefondet komme til å vokse så kjapt at fire prosent av midlene – dvs. forventet realavkastning – er for mye å sette av til innenlandsk bruk.<sup>7</sup> Eller at Fremskrittspartiet kommer i en slik maktposisjon at egne budsjetter for innkjøp fra utlandet etableres – ut fra tanken at slike innkjøp ikke øker presset i norsk økonomi – og en lang liste av idiotiske tiltak får midler fra det offentlige.

## **Pengepolitikken er i kontinuerlig utvikling**

I henhold til tradisjonell teori har sentralbanker bare ett virkemiddel; fastsettelse av den korte renten. I vårt land, den renten bankene får ved plassering over natten av overskuddslikviditet i Norges Bank. Med bare ett virkemiddel kan man bare har ett mål. Fra statsmyndighetene er Norges Bank pålagt å se til en inflasjon på rundt 2,5 prosent. Men også hensynet til produksjon og sysselsetting spiller i praksis inn. Ved å gi seg selv opp til tre år før forventet inflasjon er på ønsket nivå, kan man i pengepolitikken også ta hensyn til utvikling i den løpende produksjonen.

Ikke bare renten, men også ord – hva sentralbanksjefen sier og skriver – har innvirkning på markedsaktørenes forventninger, og dermed på deres atferd. Norges Banks kommunikasjon med markedet er således for et pengepolitisk virkemiddel å regne.

Etter sitt mandat skal Norges Bank også bidra til å stabilisere valutakursen – og til å stabilisere markedets forventninger til den fremtidige kursen. Norges Banks uttalelser om hva som anses å være en passende valutakurs, er et virkemiddel man har blitt flinkere til å bruke.

## **Dagens kronekurs er i den sterke delen av leiet .....**

På et seminar tidligere i denne måneden la Norges Bank Watch frem sin årlige rapport om norsk pengepolitikk. I sin kommentar til denne rapporten sa sentralbanksjefen flere ganger at kronen nå ligger i den sterke delen av sitt leie. Dette er noe formuesforvaltere og andre aktører i finansmarkedene neppe lar gå upåaktet hen. Med en så bunnsolid utenriksøkonomi som den norske ville vi kunne leve bra med en europris på 7,50 kroner. Men vi lever enda bedre med dagens pris som er på rundt åtte kroner.

Når sjefen i Norges Bank konstaterer at ved en pris på åtte kroner for en euro er kronen i den sterke delen av sitt leie, er det liten grunn for formuesforvaltere og andre å hamstre fordringer i vår valuta i påvente av en ytterligere styrking. Selv om oljeprisene stiger og Oljefondet vokser raskere enn noen hadde fantasi til å forestille seg for bare ett år siden, finner ikke gribbene der ute det hensiktsmessig å samle opp verdipapirer i norske kroner. Det er med på å forhindre en stigning i kronekursen.

---

<sup>7</sup> I denne sammenheng er det naturlig å trekke frem hva finansminister Kristin Halvorsen nylig uttalte: "I en situasjon med høy kapasitetsutnyttning er det viktig at budsjettpolitikken ikke bidrar til ytterligere press i økonomien. Med fortsatt vekst i norsk økonomi vil det være i tråd med handlingsregelen om bruken av petroleumsinntekter i noen år ligger under den forventede realavkastning av Statens pensjonsfond-Utland."

### **... men for ikke mange år siden var kronekursen skikkelig ute å kjøre**

Dagens kronekurs bidrar til gode arbeidsbetingelser for vår industri. Men vi skal ikke gå mer enn tre år tilbake i tid før vi hadde en valutakurs som tok strupetak på mange norske eksportbedrifter, og livet av den god del av dem. På det verste fikk norske eksportører bare betalt i underkant av 730 kroner for 100 euro.

Under frie kapitalbevegelser blir valutakurser sterkt påvirket av flytting av formuer mellom ulike lands penger. Ettersom vi er langt fra å ha noen generell teori for hva som bestemmer valutakurser, vil ryktebørsen, moter i markedet og tilfeldige uttalelser ofte kunne virke sterkt inn på slik flytting av formuer og således inn på valutakurser. Tidvis på en slik måte at verdien på et lands penger målt i andre lands penger kommer helt i utakt med hva de underliggende realøkonomiske forholdene tilsier er rimelig, kfr. Norge vinteren 2002—2003.

Når ryktebørsen og løsrevne, partielle resonnementer råder grunnen, blir usikkerheten stor, og volatiliteten i valutakursen ofte betydelig. Om det i slike situasjoner fremstår en trygg og pålitelig aktør, som klart gir til kjenne hva som er en passende valutakurs, uten nødvendigvis eksakt å tallfeste denne – i den sterke delen av sitt leie holder lenge – vil aktørene i markedet gripe fatt i slike utsagn og basere sine valutakursforventninger på dem.

Minner dette litt om den gang barna var små? Hva skal du ha på brødiskiva? Bestem du, pappa.

### **AFP ved veis ende?**

Det som kanskje kan gi grunnlag for mest bekymring i disse dager, er det forestående lønnsoppgjøret. Vi har tradisjon for at når lønnsoppgjørene har gått godt lenge, går de plutselig av skinnene. Om ordningen med avtalefestet pensjon (AFP) får stå urørt, slik at arbeidet med pensjonsreformen ikke kommer videre, og vi som er over seksti år slutter å jobbe før vi er blitt gamle, tror jeg norsk økonomi kommer inn på feil spor.

April 2006

## Å TJENE ELLER Å BEHAGE?

---

**I Frankrike er det behov for en bedre balanse mellom kravene til dem som er innenfor arbeidsmarkedet og dem som er utenfor. Hvordan få til en konstruktiv diskusjon om dette blant de berørte parter har regjeringen ikke lykkes med.**

**Landets ledere har lenge styrt etter en kurs folket ikke liker. En generell følelse av usikkerhet og engstelse gjør seg gjeldende. Mens studentopprøret i 1968 tok sikte på å forandre samfunnet, er dagens franske studenter opptatt av å bevare det. Snart vil de selv, som ansatte i offentlig sektor, kunne nyte godt av hyggelige privilegier.**

**Mon tro om franske politikere har lullet sine velgere – og seg selv – inn i forestillingen om at man oppnår best økonomisk resultat i vid forstand gjennom full sikkerhet for den enkelte? Robustheten for økonomien sett som et hele svekkes om hver enkelt av oss har rett på samme jobb og samme lønn uansett hva som skjer.**

---

”I Frankrike synes reformer å være mot vår natur; bare revolusjoner ser ut til å kunne overvinne tregheter og skape fornyelse.” Dette skrev dagens franske statsminister, Dominique de Villepin, i en bok for få år siden. Han har fått sanne sine ord. Sitt eget forslag om å gjøre det lettere å avskjedige unge arbeidstakere for på den måten gi en stimulans til å ansette dem, har gått rett i vasken. Men ikke uten sverdslag. Opptøyer der mellom én og tre millioner mennesker tok til gatene; slagsmål ulike fraksjoner imellom; inngrep fra politi med tåregass og vannkanoner; snaue fem hundre arrestert på en dag i Paris, og like mange politifolk skadet ved sammenstøt gjennom mars måned, er noe av det statsministerens milde forslag til endring i arbeidsmarkedets virkemåte avstedkom.

### **En arrogant statsminister.....**

Hvordan klarte de Villepin å håndtere det relativt moderate forslaget om å la folk under 26 år ha noe mindre beskyttelse i arbeidsmarkedet, for derved å få flere i arbeid, på en så klønete måte at millioner tok til gatene og på den måten sørget for at gatas parlament vant? De Villepin ville vise handlekraft ved å la lovforslaget komme i form av en forordning, uten debatt i nasjonalforsamlingen. Det svekket legitimiteten til forslaget. Videre unnlot han å ta kontakt med partene i arbeidslivet. Når man i stedet fikk tredd en beslutning nedover ørene, svarte fagbevegelsen med streiker og opptøyer.

En arbeidsledighet blant ungdom på over tyve prosent har sammenheng med sterk beskyttelsen av dem som er i jobb. Når en ny medarbeider ansettes, og reglene er slik at det senere nesten er umulig å bli kvitt ham, tenker arbeidsgiveren seg om både to og tre ganger før tilbud om jobb blir gitt. Sterk beskyttelse av dem som er i jobb, svekker således muligheten for dem som står utenfor arbeidsmarkedet å komme inn. I Frankrike er det behov for en bedre balanse mellom kravene til dem som er innenfor arbeidsmarkedet og dem som er utenfor. Hvordan få til en konstruktiv diskusjon om dette blant de berørte parter har regjeringen ikke lyktes med.

I håndteringen av problemet med høy arbeidsledighet blant unge har de Villepin fremstått som temmelig arrogant og egenmektig i mange folks øyne. Alain Duhamels, journalist i avisen Libération, ser det slik: ”Han (de Villepin) har så meget barokk stolthet at han er døv for råd fra andre og blind for egne feil. Han ser sine rivaler som dverger, sine motstandere som bedragere og sin eneste sjef – Jacques Chirac (Frankrikes president) – som underlegen.”

### **..... og en politisk elite med stor avstand til folket**

Hva kan Frankrikes treghet og manglende evne til fornyelse skyldes? En stadig videre kløft mellom de styrende – regjering, president og nasjonalforsamling – og de styrte er en årsak som ofte trekkes frem. Mannen i gata identifiserer seg ikke med sine ledere. Tilliten er borte. Om regjering og president er for noe, blir det et signal for mange til å være i mot.

Frankrikes ledere har lenge styrt etter en kurs folket ikke har likt. Fransk nei til ny EU-grunnlov i fjor kom som en stor overraskelse. Til tross for, eller kanskje på grunn av, bred politisk støtte til den nye grunnlovstraktaten for EU, hvori inngikk en mer hensiktsmessig beslutningsprosess enn den man hadde – og fremdeles har – sa franske kvinner og menn Nei.

Et annet fenomen som oppskaket det etablerte Frankrike – og andre land også – var andreplassen til den ytterst konservative Jean-Mari Le Pen i første valgomgang til fransk president i 2002. Han fikk flere stemmer enn sosialistenes kandidat, Lionel Jospin, som på det tidspunkt var landets statsminister. Le Pen tapte klart i den avgjørende runden mot Jacques Chirac, som dermed fikk sin annen periode i Elyse palasset. Det var likevel pinlig for mange franskmenn å konstatere hvilken kraftig høyredreining landet hadde tatt.

### **Franskmenn tror mindre på markedet.....**

På et dypere plan kan de voldsomme protestene mot marginale forslag til endringer i arbeidsmarkedet ha med en generell følelse av usikkerhet og engstelse å gjøre. Manglende tillit til politikere og en frykt for det ukjente i en stadig mer omskiftlig verden har satt sine tydelige spor. Studentene som stod for opptøyer og uroligheter i 1968, utfordret sine foreldres slapphet og ville forandre verden. Dagens opprørere vil beholde status quo, i håp om at de selv snart vil nyte godt av de etablertes privilegier; sikker jobb, kort arbeidsuke, lav pensjonsalder og høy levestandard. Når tre fjerdedel av dagens franske ungdom har jobb i offentlig sektor øverst på ønskelisten, kan det tyde på at betingelsene her er for gode?

Bemerk videre at mens to tredjedeler av briter og tyskere mener at det markedsøkonomiske systemet er det beste, er bare vel en tredjedel av franskmennene av den oppfatningen. Mon tro



om franske politikere har lullet sine velgere – og seg selv – inn i forestillingen om at man oppnår best økonomisk resultat i vid forstand gjennom full sikkerhet for den enkelte? Men da gjør man opp regning uten vert. I en moderne økonomi må man stadig omfordele ressursene, inklusive arbeidskraften, fra gammel til ny produksjon og fra dårlige til gode bedrifter. Med overdreven risikoaversjon i arbeidsmarkedet, og med tilhørende rettigheter for den enkelte, vil nødvendige omstillingsprosesser stanse opp. Robustheten for økonomien sett som et hele svekkes om hver enkelt av oss har rett på samme jobb og samme lønn uansett hva som skjer. I et slikt land blir konsekvensene av Kinas inntreden i den globale økonomien ikke lett å hankses med.

Jean-Robert Pitte er rektor ved Sorbonne universitetet i Paris. Han er flau på sitt lands vegne: ”Vi gir inntrykk av å være et land som ikke forstår verden”, sier han. Videre trekker rektoren frem en lokal observasjon: Slakteren i eget nabolag får ikke tak på noen lærling. Og det i en økonomi der mer enn tyve av hundre ungdommer under 26 år står uten jobb.

#### **..... men den økonomiske patriotismen er det ikke noe å si på**

Mens statsminister de Villepin høstet storm ved å gripe inn i arbeidsmarkedet, høster han heder hos den jevne franskmann når han heiser trikoloren for fanesaken; franske bedrifter på franske hender. På listen over Frankrikes 40 største bedrifter skal statsministeren ha blinket ut ti som med alle midler skal beskyttes mot utenlandsk oppkjøp. Blant dem finner vi Danone (som er kjent for sin gode yoghurt), Carrefour (en verdensomspennende varehuskjede) og Société Générale (en ledende forretningsbank). I tillegg er ikke myndighetene fremmed for å bruke midler i statseide banker for kjøp av strategiske aksjeposter i franske selskap. Hensikten er den samme; å bevare eierskap på egne hender.

Økonomiske patriotisme kalles denne holdningen, som også har en utadrettet side: Fransk overtakelse av utenlandske storbedrifter har man ikke noe imot. Her er altså en klar asymmetri – noe Frankrike neppe er alene om. At franske L’Oreal tar over britiske Body Shop ser de Villepin på med blide øyne. Når Tony Blair, hans motpart på den andre siden av kanalen, ikke blander seg inn i slike forretningsmessige transaksjoner, får næringslivet det som det vil.

#### **Et to-delt samfunn som trenger en visjon**

Frankrike er blitt et to-delt samfunn, mener mange, der forskjellene stadig blir større. Det ene ytterpunktet er rotløs ungdom av utenlandsk opprinnelse, gjerne boende tett i ghettopregede forsteder. For mange av dem er livet preget av arbeidsløshet og håpløshet. Det hele eksploderte for vel et halvt år siden. Vi så det i TV-ruta. Brennende biler over hele landet.

Det andre ytterpunktet er den franske eliten. Folk med utdannelse fra prestisjetunge universiteter. De som driver fransk næringsliv og den franske stat. Som står for veldrevne franske bedrifter. For fjoråret kan de vise til fabelaktige resultater. De store selskapene økte sin fortjeneste med i gjennomsnitt femti prosent. Og Frankrike var nummer tre på listen over land i verden som kjøper opp bedrifter i andre land.

Innenriksminister Nicolai Sarkozy, som ligger godt an til å vinne presidentvalget i Frankrike om ett år, og som har bedret sine muligheter klart ved at konkurrenten de Villepin har mistet mye av sin appell gjennom sitt mislykkede forsøk på å gripe inn i arbeidsmarkedet ved

forordninger, mener at reformer vil bli godtatt om de oppfattes som rettferdige. Men til det kreves en levende dialog. I tillegg kreves ærlighet. Hvori inngår erkjennelsen av at reformer alltid skaper både vinnere og tapere. Alltid. Men om flertallet er tjent med gjennomtenkte reformer; om de som taper i grunnen kan ha råd til det eller fortjener det, eller at tapene må påregnes å være midlertidige ved at myndighetene legger til rette for at taperne har de beste muligheter for hurtig å komme på beina igjen; ja da vil sannsynligheten øke for at Frankrike blir mer endringsvillig.

”Regjeringer som gir etter for fristelsen til å velge de lettbente løsningene, kan ikke regne med å styre over lang tid. Den viktigste oppgaven for en regjering er å tjene, ikke behage”, skrev de Villepin videre i sin bok noen år tilbake. Men for å tjene sitt folk, må man også veilede det. En realistisk visjon for fremtiden, som franskmenn flest kan identifisere seg med, er et godt grunnlag for slik veiledning.

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Mai 2006

### VERDENS RIKESTE LAND

---

**Er gratis formiddagsmat på skolen veien å gå for å løse et helseproblem? Verdens rikeste land bør vel ha råd til det? Dessuten må vi gjøre noe med helsekøene. Egne lister for innkjøp av utstyr fra utlandet må vel være lurt? Hva mer kan staten gjøre for meg?**

---

Jeg har nylig kommet hjem etter en uke i Kina. Det er alltid underlig å reise fra "Midtens rike" til "Verdens rikeste land".

I Norge vurderer man om hvorvidt barn og unge skal få gratis formiddagsmat på skolen. Ikke fordi folk ikke har råd til å smøre matpakker til ungene sine. Men fordi de ikke gidder. Eller fordi ungene ikke spiser påsmurte brødskeer hjemmefra. De vil heller kjøpe pommefrites og hamburgere i sjappa på hjørnet. Noen problemer i Norge synes meningsløse. Jeg skjønner jo at de er reelle nok for dem de vedrører. Men hvorfor ER de der overhodet? Og har vi noen garanti for at gratis formiddagsmat på skolene vil avholde ungdommen fra i stedet å hive i seg for mye sukker og fett fra utenlandske hurtigmatkjeder?

I Kina er fattigdom et reelt problem. Argumentet for skolemat der er et helt annet. Litt som argumentet den gang vi var små, tidlig på 1950-tallet, da vi spiste skolefrokost på "Bessa". Grovt brød med torskerogn og geitost. Melk og tran. Kålrabi eller gulrot.

#### *Mye vil ha mer*

Som Verdens rikeste land er det ikke grenser for hva vi bør koste på oss. Men, stusser jeg, har byens rikeste mann, byens fineste bil; flotteste båt; største hus; eller mest verdifulle kunstsamling? Neppe. Om han hadde hatt alt dette, og mer til, ville han fort vekk ikke lenger vært byens rikeste mann. Nei, byens rikeste mann husholderer nøye med sine ressurser. Han har lært seg å prioritere innen gitte rammer. Det er en lærdom han innprenter i sine barn, for at rikdommen skal komme senere slekter til gode. På 1950-tallet gikk ungene til byens rikeste mann på skolefrokost på "Bessa".

Det er noe paradoksalt i dagens debatt i Norge. På den ene siden bruker vi mer oljepenger enn noen gang. Og mer enn noen hadde forventet bare et par år tilbake i tid. Det skyldes høye oljepriser og et raskt voksende statlig oljefond, av hvilket vi hvert år skal bruke fire prosent.

På den annen side lyder kravene om ytterligere vekst i oljepenger høyere enn noen gang. Mye vil ha mer.

## **Må skille mellom hvor mye og til hva**

Det er helt vesentlig å skille mellom to spørsmål:

- Hvor mye oljepenger skal vi bruke?
- Hva skal vi bruke pengene til?

Handlingsregelen av mars 2001 har tjent oss vel. Den sier at vi hvert år kan bruke fire prosent av pengene på fondet ved inngangen til året. Litt mer i nedgangstider – litt mindre når norsk økonomi går godt. Begrunnelsen for denne regelen er grei nok: Med en slik bruk spiser vi ikke av lasset; vi tar bare avkastningen av midlene i bruk. Fremtidige generasjoner skal også nyte godt av de frie gaver naturen har gitt oss i form av olje og gass på norsk sokkel.

At vi tidvis reiser spørsmålet: ”Hvor mye oljepenger skal vi bruke?”, er greit nok. Mindre greit er det å henvise til oljepengene for løsning av alle uløste oppgaver. Om denne holdningen slår rot, mister vi evnen og viljen til å prioritere innen gitte rammer. Drar du den, så drar du den óg, het det i eventyret. Og alt stoppet opp.

Veldig gode formål i Norge som bør få penger, skal få dem. Ikke ved nye oljepenger. Men ved omprioritering innen gitte rammer. Ved at formål som ikke er fullt så gode, mister noen bevilgningskroner.

## ***Pengene kan bare brukes en gang***

I tillegg til at vi må skille mellom hvor mye oljepenger vi skal bruke og hva vi skal bruke dem til, må vi være klar over én ting til:

- Oljepenger brukt i dag, kan ikke brukes en gang til i morgen.

Mitt forslag til bruk av oljepenger går slik: Hold fast på regelen om hvert år å bruke fire prosent av de pengene som står på kontoen nå. Men la nye oljepenger som kommer inn på fondet, bli kanalisert videre til den enkelte av oss, til dekning av *opptjente* tilleggspensjoner. Staten blir kvitt noe av sine fremtidige forpliktelser, og kapitaltilgangen i privat sektor øker. Den enkelte gis større anledning til å bestemme hvordan midlene skal plasseres.

Bemerk at det her ikke er snakk om å ”dele ut” gratis penger. Når oljepenger går til fondering av tilleggspensjoner for den enkelte, betyr det at staten ”betaler” seg ut av fremtidige forpliktelser.

Fondering av pensjon med oljepenger innebærer at fremtidige generasjoner i mindre grad må betale pensjonene til de eldre. Og videre, når alle har sin egen pensjonskonto, blir det lettere for eldre arbeidstakere å skifte jobb. Det skyldes at pensjonsforpliktelsene for den nye arbeidsgiveren blir langt lavere enn ved dagens system. Med en svær eldrebølge veltende

innover oss, innebærer et bedre fungerende arbeidsmarked for de godt voksne en ikke ubetydelig gevinst for samfunnet.

Men andre forslag er sikkert like gode. Må gjerne øke proSENTSatsen fra fire til fem, i det vi regner med at fremtidige generasjoner likevel vil ha det flust nok. I så fall spiser vi litt av fondet. Men så lenge nye penger strømmer inn i frisk fart, vil fondet vokse i størrelse.

Poenget er ikke regelen som sådan. Poenget er det ankerfestet regelen har i befolkningen. Det Fremskrittspartiet nå gjør – og med stor suksess – er å utnytte sin monopolsituasjon som spekkhogger. Når alle andre partier har gitt sin tilslutning til Handlingsregelen, får FrP fritt slag for sin overbudspolitik.

På TV nylig måtte Senterpartiets Per Olaf Lundteigen vise en ansvarlighet han ikke tidligere er kjent for å ha. ”Øk bevilgningene til fylkesveiene”, var hans budskap. Men denne gangen ikke ved å ta nye penger fra Oljefondet. Men ved omprioritering innen gitte rammer. Blir ikke det samme trøkket i Senterpartiets argumentasjon nå som man er med i regjeringen.

## **Grov undervurdering av legestanden**

Et forslag som FrP stadig vender tilbake til er dette: La oss lage et eget ”utenlandsbudsjett” for innkjøp av varer og tjenester til norske sykehus. Tanken er besnærende: Om vi kjøper hardt tiltrengt utstyr til norske sykehus, vil ikke det virke inflasjonsdrivende. Pengene har vi. Utstyret mangler vi. Hva er problemet?

Her er to problemer. Penger brukt i dag kan ikke brukes i morgen, som diskutert over. For det andre innebærer dette forslaget fra FrP en saftig undervurdering av den norske legestanden. Tror man at norske leger er totalt uten oppfinnsomhet?

La forslaget til FrP få tilslutning. La norske sykehus utarbeide egne handlelister – på rosa ark – for innkjøp av utstyr fra utlandet. Hva skjer?

- Ting som kan kjøpes billigere og bedre i Norge fyker over på de rosa listene. Penger spart på de vanlige listene kan gå til ytterligere lønnsøkninger for leger og andre med sitt daglige virke på sykehusene.
- Norske bedrifter blir forbanna. Her lager de verdens beste utstyr, og så gakker norske sykehus hen og kjøper dyrere og dårligere saker fra konkurrentene i utlandet!
- Stadig mer tid går med til å være ”lur”. Ikke nok med at de beste juristene og revisorene i Norge bruker tid til å finne hull i regelverket – for derved å gjøre rike klienter enda rikere. Nå vil også flinke leger bruke av sin verdfulle tid til å lete etter smutthull i regelverket fremfor å behandle pasienter.

## ***Det store bildet***

I sin innsettelsestale som president i januar 1961 sa John F. Kennedy følgende:

”And so, my fellow Americans, ask not what your country can do for you. Ask what you can do for your country.”

Med oljepenger strømmende innover landet blir det vanskelig å leve opp til Kennedys oppfordring; er vi ikke alle mer opptatt av hva Norge kan gjøre for oss enn hva vi kan gjøre for Norge? Er vi ikke i ferd med å ende opp i den villfarelsen at alle problemer lar seg løse? Med penger.

Fremskrittspartiet leder an her. Og kan vise til en voldsom vekst på gallupen. Men er det et stort parti? Ikke om vi legger Winston S. Churchills vurderinger til grunn for hva storhet krever:

“The price of greatness is responsibility”,

sa han som vant den andre verdenskrigen for britene. Og som etterpå tapte valget.

Juni 2006

## HVA SKJER I DET KINESISKE KAPITALMARKEDET?

---

**Kina trenger et aksjemarked som virker disiplinerende og krevende på ledelsen av selskapene. Midtens rike må lære seg å leve med svingende dollarkurs. Kina legger til grunn at i løpet av fem-seks år vil restriksjoner for flytting av penger ut og inn av landet gradvis tas bort. Dermed legger man press på seg selv til å få formuesmarkedene i landet til å fungere bedre.**

---

For et par måneder siden ble forbudet som kinesiske aksjeselskaper hadde levd med ett års tid, nemlig mot å hente inn ny kapital ved utstedelse av nye aksjer, opphevet. Dette forbudet hadde sammenheng med myndighetenes anstrengelser for å få såkalte "nontradable shares" ut i omløp. På egne bøker, og i ulike offentlige organer, eide myndighetene i mai 2005 aksjer til en markedsverdi av mer enn 200 milliarder dollar. Det utgjorde om lag to tredjedeler av alle aksjene på Kinas to børser. Når myndighetene har planer om å selge seg kraftig ned, vil de ikke ha konkurranse ved at selskapene selv legger ut nye aksjer.

### Statlig eierskap legger en demper på børsen

Et dominerende statlig eierskap som man lenge har diskutert hvordan skal avvikles, har virket som en klam hånd på aksjemarkedet. Så klam at indeksen i perioden 2002—2005 sank til det halve. Med myndighetenes avvikling av sitt uønskede eierskap i kinesiske bedrifter i hovedsak bragt til ende, forsvinner denne klamme hånden. Kursene på de to aksjebørsene i Shanghai og Shenzhen skyter i været. Og myndighetene åpner igjen for at selskapene kan legge ut nye aksjer. IPOs (for Initial Public Offerings, dvs. førstegangsutstedelser av aksjer over børs) blir tillatt en måneds tid senere. Beregninger tyder på at IPOs på Kinas to børser vil beløpe seg til om lag 30 milliarder RMB (eller 3,75 milliarder dollar) i 2006 og samlet innhenting av ny egenkapital over børs til 135 milliarder RMB (eller nærmere 17 milliarder dollar). Bemerk i denne sammenheng at utlendinger bare eier om lag én prosent av aksjene på de kinesiske børsene.

Et sett av kriterier – 34 i alt – må tilfredsstilles før et børsnotert selskap kan legge ut ny aksjer. Blant disse er overskudd hvert av de tre siste årene, samt dividendeutbetalinger på minst 20 prosent av overskuddene. Av Kinas 1.365 børsnoterte selskaper betyr dette at bare mellom to og tre hundre vil ha anledning til å hente inn mer aksjekapital i markedet.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Se artikkel den 9. mai 2006 i International Herald Tribune – Asian edition.

## Aksjer i stedet for lån i statsbankene

I Kina har man uheldige erfaringer fra tidligere med emitteringer av nye aksjer i statseide, kinesiske foretak. Private har lagt pengene på bordet. Staten har blitt sittende med makten. Og alt er blitt ved det gamle. Den bedringen av driften som en notering på børs skulle bidra til, har glimret med sitt fravær.

Mens denne modellen, som vi Norge gjerne forbinder med Norsk Hydro, har fungert godt hos oss, har den virket dårlig i Kina. Hvorfor? Fordi tradisjonene er forskjellige. I Maos dager var det en symbiose mellom statseide foretak (SOEs for state owned enterprises) og statseide banker (SOBs for state owned banks). Foretakene lånte av bankene. Men ettersom eieren var den samme, var det ikke så viktig om lånene ble betjent eller ei. Penger inn til foretaket, men ingen penger ut. Og noen innflytelse i et SOE for en SOB, fordi sistnevnte stilte kapital til disposisjon for førstnevnte, var lite aktuelt.

For et SOE fremstod utleggelse av aksjer som et interessant alternativ til lån i en SOB. Aksjeeiere har ikke krav verken på dividende eller på innløsning. Når de i tillegg ikke har noen makt på generalforsamlingen, og når sjefene i det statseide selskapet bryr seg katten om kursutviklingen, uten at dette får noen konsekvenser for dem, ble det nye produktet – ny aksjekapital – i Kina temmelig likt med det gamle – lån i statlige banker. For begges vedkommende er det beskjedne krav til betjening av kapitalen. Penger inn. Men ikke penger ut.

Kina trenger sterkt et aksjemarked som virker disiplinerende og krevende på ledelsen av selskapene, og således bidrar til god "Corporate Governance". For å få dette til er det rimelig at myndighetene setter krav om at selskaper som vil hente inn friske penger, må kunne vise til flere år med overskudd med tilhørende utbetaling av dividende.

## Hva med plasseringer i utlandet?

Hvordan stiller myndighetene i Kina seg til å la egne innbyggere få kjøpe verdipapirer i utlandet? Og til utlendingers adgang til det samme i Kina? Midtens rike vil gradvis liberalisere reglene for flytting av kapital ut og inn av landet. Om fem-seks år, sier man i Den kinesiske sentralbanken, kan man regne med at den landets valuta, renminbi (RMB), ikke bare er konvertibel for transaksjoner på handelsbalansen – det ble den i 1995 – men også for transaksjoner på kapitalbalansen.<sup>9</sup>

Bedre fungerende formuesmarkeder internt i Kina og ønskeligheten av å åpne opp for frie kapitalbevegelser, må sees i sammenheng. Før Kina tillater full konvertibilitet for sin valuta, må følgende på plass:

- Godt fungerende aksje- og obligasjonsmarkeder i Kina.
- Godt fungerende eiendomsmarkeder i Kina.
- Godt fungerende markeder for forsikringsprodukter i Kina.
- Godt fungerende interbankmarkeder i Kina.
- Godt fungerende markeder for utenlandsk valuta i Kina, inklusive derivater for avdekning av valutarisiko.

---

<sup>9</sup> For den interesse det måtte ha; i Norge ble kronen konvertibel for transaksjoner på handelsbalansen i desember 1958 og for transaksjoner på kapitalbalansen i juli 1990.



I tillegg må kineserne lære seg å leve med en svingende og mindre forutsigbar dollarkurs.

Hvorfor må disse tingene på plass før man åpner opp for frie kapitalbevegelser? Tenk deg at Kina i morgen tar vekk alle restriksjoner på innlendingers kjøp av utenlandske aktiva så vel som utlendingers kjøp av kinesiske aktiva. Kinesere kan fritt sett penger inn i DnBNOR eller i Bank of America. Og vi står fritt til å opprette konti i Bank of China (BOC) som nylig ble notert på børsen i Hong Kong. Hvilken strøm vil være sterkest? Strømmen av penger ut av Kina? Eller den inn i landet? Ingen vet.

Richard Cooper, professor ved Harvard University, heller i retning av å tro at utstrømningen ville bli størst.<sup>10</sup> Hva vil de par hundre millioner kinesere som i dag er litt eller temmelig rike, gjøre? Hvor herlig ville det ikke være for dem om noen av midlene kunne settes ut? Amerikanske aksjer, tyske bankinnskudd, spanske feriehus og franske, indeksregulerte statsobligasjoner, hvilke diversifiseringsgevinster er det ikke å hente ved å handle slike produkter! I dag har de jo så godt som hele sin formue bundet opp i Kina, og for en stor del i bankinnskudd.

### **Kinesere vil diversifisere, og valutaen svekkes**

Om appetitten kineserne har på utenlandske formuesobjekter skulle være større enn utlendingers ditto på kinesiske, ville den kinesiske valutaen komme under press. En depresiering av RMB i dagens bilde vil være lite gunstig, politisk så vel som økonomisk. Tenk deg bare hvordan den nye finansministeren i USA, Mr. Hank Paulson, tidligere sjef for Goldman Sachs og med over 70 opphold i Kina bak seg, ville reagere om den valutapolitiske utviklingen ytterligere skulle forverre USAs konkurransevne overfor Midtens rike? I fjor hadde Amerika et underskudd på sin driftsbalanse på mer enn 750 milliarder dollar hvorav vel 200 milliarder dollar var mot Kina.

Om derimot Kina i løpet av de neste fem-seks årene lykkes med å få et levende aksje- og obligasjonsmarked på plass; et eiendomsmarked som fungerer godt; et forsikringsvesen som har lært seg til å håndtere folks sparekapital på en god måte, blant annet ved å være aktive og aktpågivende investorer i aksje og obligasjonsmarkedene; et interbankmarked med god likviditet der de ulike aktørene jevnlig blir vurdert av velrenomerte ratingselskaper; et valutamarked der bankene tilbyr de etter hvert erfarne kundene egnede produkter for avdekning av en valutakursrisiko, som uvergelig blir større når kapitalbevegelser blir frie – ja da vil tiden være moden for å tillate fri flyt av kapital ut og inn av landet.

Med mer velutviklede og dypere kapitalmarkeder, der den enkelte formueseier er bedre diversifisert, fortøner full konvertibilitet for RMB seg mindre skremmende enn om den kinesiske valutaen i dag ble gjort "vekslingsbar" også for kjøp av salg av aktiva. Noen år frem i tid vil trolig også utlendingene ha større tillit til at Kinas formuesmarkeder fungerer etter anerkjente regler. Det blir bedre balanse mellom dem som vil ut av Kina og dem som vil inn i Kina. Prisvariasjonene, det vil i første rekke si renter og valutakurs, vil trolig vise mindre volatilitet enn om alle formuesmarkedene ble åpnet nå.

---

<sup>10</sup> Se hans artikkel i Financial Times 1. november 2004.

## **Under selvpålagt press blir varene levert**

Ved å love noe i dag som må leveres i morgen, setter kineserne seg selv under press. Tiden må brukes godt for ikke å bli tatt på senga når kapitalmarkedene åpnes.

Her er det en klar parallell til det som hendte da Kina ble tatt opp i Verdens handelsorganisasjon (WTO). I den endelige avtalen som ble undertegnet i desember 2001, fikk utenlandske banker rett til om fem år å kunne konkurrere på henimot like vilkår med kinesiske. Om et halvt år er tiden omme – kinesiske bankers skjerming for konkurranse fra utlandet er da over.

Kunnskapen om dette har satt fart i prosessen med omstrukturering av kinesisk bankvesen. Og minst like viktig; gammelkommunistene, som fremdeles er en maktfaktor i Kina, mister handlingsrom når myndighetene inngår forpliktende avtaler med andre land der konsekvensen er at Kina beveger seg stødig i retning av en kapitalistisk og markedsdrevet økonomi. Muligheten for å reversere utviklingen svinner. Kostnadene ved å gå tilbake til det gamle blir større. Snart – får vi tro – er de prohibitive.

Ved sin deltakelse i WTO baner Kina veien for en friere valutapolitikk. Ved at landets sentralbank i tillegg gjør det klart at frie kapitalbevegelser ligger bare fem-seks år frem i tid, forsterker de kinesiske myndighetene nødvendigheten av reformer som vil gi Midtens rike bedre fungerende formuesmarkeder.