



CME

Working Paper Series 2/07

## ØKONOMISKE PARADOKSER

Kjetil Houg  
Steinar Juel  
Frank Jullum

April 2007



**BI**

Centre for Monetary Economics  
BI Norwegian School of Management

## Økonomiske paradokser

Hver lørdag har Finansavisen en økonomisk-politisk kommentar skrevet av en gjest. I dette arbeidsnotatet har vi samlet noen av kommentarartiklene skrevet av Kjetil Houg (nå Oslo Pensjonsforsikring, men ansatt i Alfred Berg ABN AMRO og Folketrygdfondet da artiklene ble skrevet), Frank Jullum (Fokus Bank) og undertegnede (Nordea). Bortsett fra noen mindre språklige rettelser er det ikke foretatt endringer. Artiklene er ofte relatert til en situasjon som var aktuell da de ble skrevet. Men de omhandler også prinsipielle problemstillinger som gjør dem interessante i dag.

Vi har skrevet artiklene uavhengig av hverandre. Likevel har det latt seg gjøre å gruppere dem under noen hovedoverskrifter. Den første (*The Great Moderation* av Kjetil Houg) har jeg valgt å la stå for seg selv. Den drøfter årsakene til at vi de siste 10-15 årene har hatt mindre konjunktursvingninger enn tidligere. Endringer i økonomiens virkemåte, bedre lagerstyring i bedriftene og en bedre økonomisk politikk fremheves som noen av årsakene.

Tre artikler har jeg samlet under overskriften *Lange renter og aksjer*. Redusert risikopremie på aksjer og effekt på lange renter av nytt regelverk for livsforsikringselskaper og pensjonskasser behandles i to av artiklene, mens den tredje spør om man bør selge seg ut når aksjemarkedet faller som det gjorde i mai 2006.

I kapitlet *Renteforventninger* mener Frank Jullum vi ikke har fått noen varig endring i hvordan økonomien oppfører seg. Renteforventningene er derfor på vei tilbake til normalen. Jullum har også en artikkel der han ser på erfaringene etter ett år med offentliggjorte renteprognooser fra Norges Bank. Kjetil Houg drøfter i én artikkel i hvilken grad rentekurven forutsier konjunktursvingninger, og i en annen hvordan aksjemarkedet og rentemarkedet kan gi motsatte signaler om den økonomiske utviklingen.

Når en har vært makroanalytiker i noen år, ser en at *Ting gjentar seg*. Frank Jullum viser at valutakurser og andre markedspriser går i bølger, som moter gjør det. Jeg peker på hvordan forventninger om våre fremtidige oljeinntekter har skiftet fra optimisme til pessimisme og så tilbake til optimisme igjen.

*Dollaren, et yndet tema* har vi alle tre skrevet om. Ingen av de tre artiklene har prognose om noen katastrofe for den amerikanske valutaen. Edruelig vurderinger av underskuddene på den amerikanske driftsbalansen er hva vi kan tilby.

Til slutt er det to artikler der vi kikker i bakspeilet – *Déjà vu*. De problemstillingene Frank Jullum tok opp i sin artikkel foran lønnsoppgjøret i fjor, er i enda sterkere grad aktuelle i år. Til høsten er det valg. Min artikkel om ”matutspillet” fra valgkampen for to år tilbake, kan således danne en passende avslutning på dette notatet.

Steinar Juel (redaktør)  
Mars 2007

## **Innhold**

1. The Great Moderation (Houg)	Side 3
2. Lange renter og aksjer (Houg, Juel, Jullum)	Side 5
3. Renteforventninger (Houg, Jullum)	Side 11
4. Ting gjentar seg (Juel, Jullum)	Side 18
5. Dollaren, et yndet tema (Houg, Juel, Jullum)	Side 21
6. Déjà vu (Jullum, Juel)	Side 26

# 1. The Great Moderation

Kjetil Houg, januar 2006

**Hva skal til for å skape en skikkelig nedtur i økonomien? Kanskje er svaret på dette 'mer enn du tror'. Bare tenk over hva vi har vært igjennom de siste årene: Oljeprisoppgang, terrorangrep, orkaner, flodbølge, epidemier, kriger, integrering av Kina i den globale økonomien, utvidelse av EU, 80 prosent fall på Nasdaq-indeksen, store problemer i Argentina, Russland, Sørøst-Asia. Likevel, selv om det har vært til dels store utslag i finansmarkedene har effekten på den globale økonomien vært overraskende liten.**

Flere økonomer har påvist statistisk det vi intuitivt aner, nemlig at økonomien faktisk har blitt mer stabil, særlig de siste 20 årene. I litteraturen er dette referert til som "The Great Moderation" eller kanskje "Den store utjevningen" på norsk. Mange har også forsøkt å finne årsakene til dette, og de mest lovende kandidatene ser ut til å være bedre lagerstyring, en bedre penge- og finanspolitikk, samt innovasjon og utvikling av finansielle tjenester. Det er imidlertid fortsatt ulike synspunkter på dette, og det er også en viss uenighet om sjokkene vi har sett de siste årene er mindre enn det økonomien har vært utsatt for tidligere. Noen økonomer mener derfor at den økte stabiliteten vi har sett rett og slett skyldes flaks.

3

Da Margaret McConnell og Gabriel Perez Quiros så på dette rundt 2000, fant de først at den økte stabiliteten relaterte seg til de vareproduserende næringene, og i mindre grad til tjenestesektoren. Tjenestesektoren har riktignok økt i betydning, men dette er altså ikke hele forklaringen. Videre fant de at svingningene i bedriftenes salg var like sterke som før, med andre ord måtte det være bedre lagerstyring, blant annet som følge av informasjonsteknologi, som forklarte forbedringen. Direkte tester av dette bekreftet hypotesen.

Flere har også vært innom muligheten for at økonomiens virkemåte er endret. En annen gruppe økonomer ved den amerikanske sentralbanken har studert hvorfor privat forbruk har blitt mindre følsomt for endringer i inntekten. De fant at utviklingen innen finansiell tjenesteyting kan være en viktig forklaring. Videre fant de at færre kredittreguleringer, særlig fjerningen av taket på innlånsrenter i 1984, kan ha bidratt til økt stabilitet i boligmarkedet i USA. Et moment som også kan vise seg å være viktig er at finansbransjen har utviklet bedre måter å spre risiko på enn tidligere, og dermed kanskje bidratt til at problemer ett sted ikke så lett forplanter seg.

Det er også relativt bred enighet blant økonomer om at sentralbankene har lært av tidligere feil, og at pengepolitikken derfor er bedre enn før. John Taylor, og Christina og David Romer finner i ulike arbeider at pengepolitikken nå reagerer sterkere på endringer i inflasjonsforventninger. Typisk vil nå renten endres med mer enn inflasjonen, dvs at både nominelle renter og realrenten endres i stabiliserende retning. Påtroppende sentralbanksjef Ben Bernanke har også funnet at mens pengepolitikken tidligere bidro til å forsterke konjunktursvingninger fordi man hadde overdreven tro på pengepolitikkenes effekt på økonomien, har man i dag senket ambisjonsnivået. Peter Tulip viser at den økte stabiliteten i hovedsak er relatert til forhold som sentralbanken har kontroll på. De uforutsette svingningene i aktiviteten har ikke jevnet seg ut like mye. Imidlertid finner han at uforutsette svingninger i inflasjon er langt lavere enn før. Igjen argumenter for at sentralbankene har blitt flinkere og mer fokuserte.

Professor Robert Gordon har også sett på ulike årsaker, og han trekker fram at mye av utjevningen i USA har skjedd fordi finanspolitikken er mer stabil. Dette skyldes spesielt at militærutgiftenes

andel av totale utgifter har gått ned. I tillegg peker han på at boliginvesteringer og mindre lagersvingninger som viktige faktorer.

Hva har så "Den store utjevningen" å si for oss? Her er det igjen stor uenighet økonomer imellom. For eksempel har den velkjente økonomen Georg Lucas ment at effekten for folke flest av økt økonomisk stabilitet er neglisjerbar. Dette er et kontroversielt syn. Personlig tror jeg dette har mye å si. Ikke minst vil forventninger til økt økonomisk stabilitet kunne øke graden av langsiktighet. Privatpersoner blir mer villige til å ta på seg større forpliktelser fordi man er tryggere på arbeidsmarkedet. Det kan argumenteres for lavere avkastningskrav, spesielt for investeringer med lang horisont, og offentlig forvaltning kan planlegge med større grad av sikkerhet for framtidige inntekts- og utgiftsstrømmer. Alt i alt bør dette gi gunstige effekter. Et annet aspekt er hvilke effekter det kan få i finansmarkedene. Kanskje kan "Den store utjevningen" bidra til å forklare tendensene til sterk kredittvekst, lavere sparerate i enkelte land og lavere avkastning på lange obligasjoner. Det siste for øvrig i tråd med uttalelser fra avtroppende sentralbanksjef Alan Greenspan.

Jeg vil imidlertid ikke trekke det så langt som å si at vi også kan vente oss økt stabilitet i finansmarkedene. Tvert om har 'Den store utjevningen' hatt minimal effekt på svingningene i aksjemarkedet fordi disse skyldes endringer i verdsetting snarere enn i fundamentale forhold . Derimot kan 'Den store utjevningen' bidra til å forklare hvorfor obligasjonsrentene har falt de siste årene, hvorfor de kanskje ikke skal stige så mye, og kan også gi støtte til et generelt positivt syn på aksjeinvesteringer framover.

---

<sup>1</sup> Kim and Nelson (1999), McConnell og Perez-Quiros (2000)

<sup>2</sup> Ahmed, Levin og Wilson (2004), Stock og Watson (2003)

<sup>3</sup> Forskere ved hhv. den amerikanske sentralbankens New York kontor og den spanske sentralbanken

<sup>4</sup> Karen Dynan, Douglas Elmendorf og Daniel Sichel (2005)

<sup>5</sup> Sean Campbell (2005)

## 2. Lange renter og aksjer

### Aksjepremiemysteriet

Kjetil Houg, april 2006

**Tenk deg at du er en investor som skal investere penger kun i ett år og bare har to alternativer: Du kan enten sette pengene i banken risikofritt til en rente på 2 prosent, eller alternativt investere i et instrument som med 90 prosent sannsynlighet stiger 10 prosent, men som med 10 prosent sannsynlighet vil falle med 10 prosent. Valget står altså mellom en forventet avkastning på 8 prosent, men med en viss sannsynlighet for tap, eller sikker og lav avkastning. Hva velger du?**

Normalt vil svaret avhenge av hva slags penger det er. Har du vunnet i lotto og har penger til overs, vil du sikkert velge risikoalternativet, men er det penger som må tilbakebetales etter endt periode, vil du ikke ha råd til å tape. Da velger du den lave avkastningen.

The Equity Risk Premium Puzzle – eller kanskje ”aksjepremiemysteriet” på norsk – viser til det forhold at aksjer har gitt en meravkastning i forhold til alternative investeringer (obligasjoner) som overskrider det man teoretisk sett burde forvente . Vi har med andre ord som regel fått en større verdistigning på aksjer enn det vi burde ha grunn til å håpe på investeringstidspunktet. For eksempel har aksjemarkedet fra 1900 til 2005 gitt en meravkastning over obligasjoner på 4,0 prosent for et gjennomsnitt av 17 land . Forskere mener dette er høyere enn den meravkastning investorene til enhver tid har forventet.

En av flere mulige forklaringer på dette er at investorer kan være mindre villige til å ta på seg risiko enn det man har trodd. I eksempelet jeg startet med vil dette innebære at flere av lottomillionærene vil velge bankrenten framfor å ta risiko. En annen måte å si det på er at investorer strengt tatt ikke bryr seg så mye om kursene stiger 20 prosent eller 25 prosent. Man er da uansett fornøyd. Imidlertid er man veldig bekymret hvis kursene faller med 5 prosent i stedet for 0. Det kan derfor være at man fokuserer mer på risikoen for tap enn for muligheten til gevinst. Dette er kjente resultater innen feltet ”behavioural finance”.

En annen mulig forklaring er at aksjer har høyere transaksjonskostnader enn obligasjoner. Transaksjonskostnader regnes normalt ikke med når markedsavkastning beregnes og fører derfor til at den avkastningen investoren sitter igjen med reelt sett er lavere. Men transaksjonskostnadene har gått klart ned de siste tiårene, så dette argumentet er nok i ferd med å miste betydning.

Flere peker også på at de årene som vi har god avkastningshistorikk for, det vil si om lag de siste 100 årene (for USA de siste 200), ikke nødvendigvis er representative for hva vi bør forvente for framtida. For eksempel besto aksjeavkastning tidligere i hovedsak av utbytte, mens avkastningen i dag i større grad genereres fra kursgevinster og tilbakekjøp av aksjer. Det har også skjedd store strukturelle endringer i økonomien som kan ha ført til ”unormal” høy avkastning.

Men det er flere aspekter rundt dette. Hvis investorene er villige til å ha en lenger horisont på investeringen, bør dette føre til en lavere risikopremie fordi man da kan tillate seg å se igjennom kortsiktige svingninger i markedet. I en slik situasjon vil avkastningen i dag øke. Alternativt kan man si at når man har en periode med høy avkastning reflekterer dette at investorene har redusert sitt langsiktige avkastningskrav. Dagens situasjon er i så måte ingen dårlig referanse.

Oppgangen i aksjemarkedet her hjemme de siste tre årene er i hovedsak preget av en kraftig bedring i selskapenes lønnsomhet. Dette har ført til en tilsvarende oppjustering også av forventet framtidig inntjening. Forholdet mellom aksjekurser og forventet inntjening (forventet P/E) har vært relativt stabilt, selv om det har økt noe i det siste. På samme tid har rentene holdt seg lave, selv om de også har begynt å stige noe. På grunn av den lave renten og relativt moderat verdsetting, framstår derfor investorenes avkastningskrav faktisk fortsatt som høyere enn historisk realisert risikopremie for de fleste mest vanlige modeller for beregning av dette . Det er med andre ord fortsatt klare tegn til risikoaversjon.

Det paradoksale i dette er likevel at vi – for å komme i en situasjon hvor forventet meravkastning er på et lavere nivå – må forvente en ytterligere oppgang i verdsettingen av aksjer, og/eller en kraftig renteoppgang. I tillegg kan vi absolutt ikke utelukke at historien gjentar seg, og at den realiserte avkastningen nok en gang vil bli høyere enn den forventede. "The Great Moderation" som jeg beskrev i Finansavisen i januar kan være et forhold som kan bidra til høy vekst og lavere avkastningskrav.

Legger vi til grunn den historiske realavkastningen på obligasjoner samt en noe lavere risikopremie, ender vi opp med en forventet avkastning i området 2 til 5 prosent utover inflasjonen, mens vi historisk har hatt 5,7 prosent i verden. Dette bør være tilstrekkelig til at aksjer fortsatt framstår som en attraktiv aktivaklasse for investorer med en lang investeringshorisont. Det er likevel to forhold man må ta inn over seg, og det er at historisk avkastning ikke er noen god pekepinn på hva framtidig avkastning blir, og det andre at en slik fundamental analyse ikke gir noen gode holdepunkter for å vurdere utsiktene på kort sikt. Markedet vil svinge rundt en trend over tid, og høy avkastning i en periode vil bli avløst av lavere avkastning i neste. Selv om det ser ut til å være potensial igjen, er oppgangen vi har hatt de siste årene er derfor allerede fortært.

---

<sup>vi</sup> Mehra, Prescott (1985) mfl

<sup>vii</sup> Dimson, Marsh, Staunton 2006

<sup>viii</sup> Se f.eks. Aswath Damodaran: Estimating Equity Risk Premiums

## Når markedsprinsipp uthuler markedet

Steinar Juel, november 2005

**Samfunnsøkonomer burde kanskje vært mer opptatt av regnskapsregler. Dette fordi de påvirker bedrifters og investorers adferd, og dermed prising i ulike markeder. Regnskapsregler er for alvorlig til bare å overlates til regnskapsfundamentalister.**

Internasjonalt pågår det et arbeid med å endre regnskapsstandard og solvenskrav for livsforsikringsselskaper og pensjonskasser. Begge disse endringene vil få, ja har allerede fått, stor innflytelse på selskapenes investeringsbeslutninger. De nye regnskapsstandardene innebærer at markedsverdi skal legges til grunn på begge sider av selskapenes balanser. I dag verdsettes aktivasiden stort sett etter markedsprinsipper mens passivasiden, verdien av pensjons- og forsikringsforpliktelsene, er mer kalkulatorisk fastsatt. Nåverdien av pensjonsforpliktelsene beregnes i dag ved hjelp av en fast kalkulatorisk diskonteringsrate, mens man i fremtiden skal bruke markedsrenter som svarer til forpliktelsenes løpetid. Når markedsrentene endres vil dermed også den regnskapsmessige verdien av selskapenes forpliktelser endres.

En renteendrings effekt på livsforsikringsselskapers og pensjonskassers inntjening og egenkapital blir helt forskjellig med de nye regnskapsreglene sammenlignet med det tilfellet er i dag. I dag får selskapene gevinst når renten faller. Verdien av aktiva stiger mens verdien av pensjonsforpliktelsene ligger fast. Når de nye reglene innføres blir det motsatt så lenge løpetiden på selskapenes aktiva er kortere enn på deres pensjonsforpliktelser. Rentefall gir da sterkere oppgang i markedsverdien til pensjonsforpliktelsene enn til aktiva. Det oppstår et tap, og selskapenes egenkapital reduseres. Når utgangspunktet er at gjennomsnittlig løpetid (målt som durasjon) på aktivasiden typisk er 2-4 år mens løpetiden på pensjonsforpliktelsene kan være på 12-20 år blir utslagene ved renteendringer for store til at det er holdbart for selskapene. For å redusere renterisikoen søker selskapene nå å øke løpetiden på sine investeringer. Langsiktige statsobligasjoner er spesielt etterspurt fordi kredittrisikoen knyttet til dem ansees for å være om lag null.

Tidligere i år sa den amerikanske sentralbanksjefen Allan Greenspan at de lave lange rentene var en gåte. Lange renter i USA hadde falt samtidig som Fed jevnt og trutt hevet de korte. En viktig årsak til dette fenomenet er trolig livsforsikringsselskaper og pensjonskasser tilpasninger til de nye reglene som man vet kommer.

Regelverksendringene er som skreddersydd for gjeldstyngede regjeringer. En regelendringsstyrt økt etterspørselen etter langsiktige statsobligasjoner gjør at land som Italia, Hellas, og også USA, Tyskland, Frankrike og Japan kan finansiere sine underskudd billigere og mer langsiktig enn tilfellet ville vært ellers. Statsobligasjoner med 10 års løpetid er ikke lenger langt. Løpetider på 20 år og opp til 50 har dukket opp. Risikopremien på lange papirer sammenlignet med korte har falt. Det vil si at rentekurven fra ca 5 år og utover er ganske flat. Spredningen på renten mellom for eksempel italienske og tyske statsobligasjoner tyder på at investorene heller ikke er særlig kritiske.

Uansett hva man måtte mene om den regnskapsvitenskaplige riktigheten av de nye reglene, er det uheldig at de bidrar til å lette finansieringen av til dels uansvarlige regjeringers budsjettunderskudd. Under normale forhold vil en regjering med stadig store budsjettunderskudd og voksende gjeld oppleve at renten på nye lån vil øke og at det blir vanskeligere og vanskeligere å ta opp langsiktige lån. Denne disiplinerende effekten som markedet her skal spille blir sterkt uthult.



Den ekstraordinære høye etterspørselen etter langsiktige aktiva er et overgangsfenomen. Når livsforsikringsselskaper og pensjonskasser etter hvert har tilpasset sine aktiva (og passiva) til de nye rammebetingelsene vil presset ned på de lange rentene avta. Det er imidlertid flere år til vi er der. I mellomtiden vil de "unormalt" lave langsiktige markedsrentene brukes til å verdsette pensjonsforpliktelsene. I denne overgangsperioden blir dermed pensjonsforpliktelsesens regnskapsverdi satt kunstig høyt på bekostning av selskapenes egenkapital. Livsforsikringsselskapene og pensjonskassene må på en eller annen måte dekke dette opp fra sine pensjonskunder. Pensjonspremiene må heves eller pensjonsordningene endres slik at ytelsene blir lavere.

Vi får da følgende runddans. Regjeringene gjennomfører regelendringer som gjør at de fortsatt kan lånefinansiere store budsjettunderskudd til gunstige vilkår. Regningen for dette sendes delvis til pensjonskundene.

Som utgangspunkt er markedsverdi et godt regnskapsprinsipp. I perioder kan imidlertid markedsprisene være i ulage. Det kan blant annet være tilfellet når større endringer i rammebetingelsene for et marked skal gjennomføres. Paradoksalt nok settes for en periode noe av markedets funksjon ut av spill når markedsbasert verdsetting innføres. Dette burde vært tenkt mer i gjennom.

Det er uheldig at gjeldstyngede regjeringer opplever at langsiktige låneopptak er billig. Resultatet blir at nødvendige finanspolitiske tilpasninger utsettes. Når de til slutt kommer blir tilstramningene desto sterkere og mer kriseartede. Det er også uheldig at livsforsikringsselskaper og pensjonskasser nærmest tvinges til å kjøpe det som finnes av lange statspapirer. På et fremtidig tidspunkt, når tilpasningen til de nye rammebetingelsene er gjennomført, må det påregnes at obligasjonene til de mest gjeldstyngede regjeringene vil påføre selskapene, og dermed pensjonskundene, nye tap.

I Norge er problemet ganske spesielt. Her har vi en stat som ikke trenger å låne, og ikke har noe ønske om å øke løpetiden på de obligasjonene som den utsteder. Mangelen på lånebehov hos staten, og et ellers svært begrenset obligasjonsmarked gjør at feilprisingen i overgangsperioden kan bli desto større. Men det er en annen historie.

## **Should I stay or should I go?**

Frank Jullum, juni 2006

**Spørsmålet jeg hyppigst har fått de siste tre ukene er: "Hva vil skje i aksjemarkedet? Skal jeg kjøpe eller selge?" Alt fra kolleger og kunder til en fjern fetter på min svigermors farsside som vet at jeg "jobber med penger" prøver i sin fortvilelse alle muligheter for å få gode råd. De samme telefonene og e-postene vet jeg med sikkerhet flommer over finansrådgivere, bankansatte, meglere og andre i disse dager. Når de daglige svingningene nærmer seg en forventet årsavkastning er det kanskje ikke så rart. Hva skal man så svare?**

Å spå utviklingen i aksjemarkedet er en formidabel jobb, og jeg har altfor stor respekt for ekspertene i faget til å prøve meg på det. Likevel kan det noen ganger være artig med en kryssjekking av de faktiske forholdene markedet er opptatt av. En slik gjennomgang sier meg at de fundamentale forholdene slettes ikke ser så verst ut, men det er skyer i horisonten. Også de

risikofaktorene markedet fokuserer på kan man se mulige løsninger på. Sånn sett ser ikke markedet så ille ut. Problemet ser imidlertid ut til å være at en rekke drivkrefter som har presset markedet til det ytterste disse tre årene nå ubønnhørlig ser ut til å nærme seg slutten.

## **De fundamentale forholdene - sjekklisen**

Det er fortsatt svært få tegn til at de høye energi- og råvareprisene, eller globale kapasitetsskranker er i ferd med å gi noe betydelig press i vareprisene verden over. Globaliseringen har økt konkurransen i de fleste markeder, og energiprisoppgangen har i like stor grad blitt møtt med høyere produktivitetsvekst i bedriftene som høyere priser. Det ser også ut til at inflasjonsforventningene fortsatt holder seg stabile. For eksempel viser forskjellen mellom nominelle og reelle statsrenter i USA at de indirekte inflasjonsforventningene har falt de siste ukene. Det kan blant annet forklares ved mekanismen sentralbanksjef Gjedrem var inne på denne uken: Forskjellen mellom 2006 og tidligere råvareprisboomer er at vi nå har inflasjonsbekjempende sentralbanker som har opparbeidet seg stor troverdighet etter tre år med suksess.

Det er imidlertid tegn som kan tyde på at den globale investeringssykkelen som har drevet råvarer, energi m.m. mot toppen, er på hell. Det er klare tegn til en avmatning i Kinas import av kapitalvarer og det er ingen tvil om at USA allerede har passert toppen.

## **Markedsfrykten – og løsningene**

Det aksjemarkedene i størst grad ser ut til å frykte er at den amerikanske sentralbanken (Fed) skal overreagere slik at den amerikanske, og dermed den globale økonomien, drives inn i en resesjon. Det har opplagt kommet svakere nøkkeltall fra USA, både fra arbeidsmarkedet og fra næringslivet. Det ser også ut til at kjerneinflasjonen er forholdsvis moderat. Rentemarkedet spår en renteøkning til før toppen er nådd. Pussig nok deler altså ikke rentemarkedet frykten for at Fed skal overreagere.

Ettersom kjerneinflasjonen tross alt stiger, og vi har en periode med kraftig økning i energi- og råvarepriser bak oss er det likevel mulig å forstå denne frykten. Bak vår tro på sterkere vekst i tredje kvartal ligger da også lavere energi- og råvarepriser som en nøkkelforutsetning. Dessverre har reaksjonen i disse markedene så langt vært altfor moderat til at vi kan være sikre.

Frykten for en resesjon drevet av en oppbremsing i det amerikanske boligmarkedet har ligget der lenge, men er blitt aktualisert etter at oppgangen i de lange rentene gjennom vinteren endelig ser ut til å ha den ventede effekten. Foreløpig er det ingen tegn til stabilisering av boligmarkedet. Omsetningen og prisveksten blir lavere og det er bråbrems i byggeaktiviteten. På den annen side blir jeg beroliget av at de lange rentene har falt etter uroen startet, ettersom dette bør bidra til å stabilisere boligmarkedet.

Nervøsitet rundt oljeprisens utvikling som følge av den geopolitiske usikkerheten har preget internasjonale aksjemarkeder siden utbruddet av Irak-krigen. Vi mener risikoen for et tilbudssidesjokk i oljemarkedet absolutt er til stede. Med en beregnet ledig produksjonskapasitet i verden på under to millioner fat per dag, er et helt eller delvis bortfall av Irans produksjon på nesten fire millioner fat per dag opplagt i stand til å sende oljeprisen til USD 100 pr. fat. Men dersom vi virkelig skulle få en global avmatning bør vel også lavere etterspørsel gradvis redusere risikoen for tilbudssidesjokk ved at den ledige produksjonskapasiteten øker.

## De dårlige nyhetene

Samlet sett virker dermed risikoen for et direkte stagflasjonsscenario, lav vekst og høy inflasjon, liten. I hovedsak skyldes det at de lange rentene har falt og at eventuelt svakere etterspørsel til slutt vil sende råvare- og energiprisene ned. Likevel er det noen skjær i sjøen. De siste tre årene har markedene også blitt hjulpet av svært lave renter som har gitt høy likviditet, lav alternativavkastning og stor risikoappetitt og dermed lav volatilitet i markedet. Selv om stigende sentralbankrenter ikke nødvendigvis utløser en global resesjon, innebærer det likevel at disse positive faktorene snus til å virke mot markedet. Tiden med superavkastning er sannsynligvis forbi. Så hva svarer man da den fjerne fetteren på svigermors farsside? Da jeg spurte min kollega, den erfarne aksjemegleren, var svaret enkelt: ”Det er ingen som er blitt fattig av å ta profitt”.

### 3. Renteforventninger

#### Mot normalt

Frank Jullum, januar 2007

**Det siste året har forventningene til renteutviklingen endret seg nokså mye. På denne tiden i fjor trodde det norske rentemarkedet at rentetoppen i Norge ville være rundt fire prosent, et nivå som skulle nås ved inngangen til 2010. Basert på dagens rentekurve kan det se ut som om markedet nå tror at rentetoppen blir rundt fem prosent fra og med neste sommer, men at rentene på lengre sikt vil bli noe lavere enn dette.**

Det er flere årsaker til denne endringen i forventningene. Den globale vekstperioden har vist seg å være mer robust enn ventet, men drøyt halvparten av "renteøkningen" skyldes høyere renteforskjell mot utlandet og må skyldes norske forhold. Historien bak er nok velkjent for de fleste. Sterk vekst i nær sagt alle regioner og bransjer, sterkt fallende arbeidsledighet, mangel på arbeidskraft og etter hvert høyere lønnsvekst. Tilsynelatende kan man tilskrive oppjusteringen av renteforventningene at konjunkturutsiktene er blitt bedre enn ventet.

Jeg tror imidlertid saken er litt mer komplisert enn som så. Globaliseringsbølgen som skjøt fart fra 2001 skapte store strukturelle endringer i verdensøkonomien. For inntil ett år siden var det stor tro i markedet på at disse endringene varig hadde endret de økonomiske sammenhengene. Det globale arbeidstilbudet økte kraftig når folkerike land som Kina og India ble integrert i verdenshandelen, og arbeidstilbudet i Europa økte som følge av utvidelsen av EU. På kort tid økte konkurransen på arbeidsmarkedet, kapitalen ble globaliseringsvinneren slik at kapitalavkastningen økte kraftig og lønnsveksten var moderat. Samtidig økte konkurransen på de globale markedene, og vareprisene var fallende eller stabile fordi konkurransen tvang bedriftene til effektiviseringstiltak som økte produktiviteten. Verden var forandret.

Når renteforventningene ble oppjustert gjennom fjoråret skyldtes det i like stor grad at mytene om en ny verden ble avslørt en etter en:

1. "Jobless growth". Høy økonomisk vekst ga etter hvert høy sysselsetting. Riktignok er produktivitsveksten fortsatt høyere enn normalt, men fortsatt er det slik at den avtar med kapasitetsutnyttelsen. Dessuten økte sykefraværet igjen når konjunktoren bedret seg, IA-avtale eller ikke.
2. "Arbeidsinnvandringen vil hindre press i arbeidsmarkedet". Det er ingen tvil om at den høye arbeidsinnvandringen til Norge har forlenget høykonjunktoren. Likevel faller arbeidsledigheten nå raskere enn kanskje noen gang. Særlig er det problematisk å rekruttere kvalifisert arbeidskraft til industrien og bygg og anlegg.
3. "Phillips-kurven har skiftet innover. Økt konkurranse i det norske arbeidsmarkedet forandrer sammenhengen mellom ledighet og lønn. Frykt for utflagging av arbeidsplassen (industri) eller økt arbeidsinnvandring (service-sektorer) har gitt en lavere lønnsvekst for ethvert nivå på arbeidsledigheten." Det er heller ingen tvil om at dette har hatt effekter på lønnsdannelsen i Norge. På den annen side er det blitt klart for de fleste at disse endringene ikke er varige. Når presset i arbeidsmarkedet blir sterkt nok, vil lønnsveksten øke. Dette forsterkes av den høye inntjeningen i næringslivet.

4. ”Økt globalisering vil aldri gi vareinflasjon”. På dette punktet er vel juryen fortsatt ute. Den lille økningen man har sett i vareinflasjonen i Norge kan så langt knyttes til svekkelsen av kronkursen, som har resultert i prisøkninger på en del importvarer.

Globaliseringseffektene er udiskutable, og vil sannsynligvis dempe prisimpulsene til norsk økonomi i mange år fremover. På den annen side er det nå klare tegn til at den globale høykonjunktoren er i ferd med å presse inflasjonen motsatt vei. Råvareprisene stiger, transportkostnadene øker og arbeidsledigheten i den vestlige verden er på rekordlave nivåer. Den disinflasjonære (lavere prisvekst) perioden som startet tidlig på 1980-tallet ser nå ut til å ha snudd. I Norge øker nå lønnskostnadenes andel av den totale verdiskapningen, etter å ha falt siden 1998. I Storbritannia må rentene økes på ny, og til nivåer som ikke lenger kan beskrives som nøytrale. Forventninger til snarlige rentekutt i USA har falt, og flere snakker om behov for flere renteøkninger.

Det særegne med økt internasjonal integrasjon, eller globalisering, ser altså ut til at være at lokale kapasitetsskranke får mindre betydning. Perioder med sterk vekst kan forlenges fordi det er lettere å flytte ressurser (arbeidskraft, kapital osv.) mellom land. Som teorien viser skaper dette effektivitetsgevinster som så langt har økt kapitalavkastningen betydelig. Problemet er at vi risikerer å støte på globale kapasitetsskranke på et eller annet tidspunkt. Noe av dette ser vi igjen i de høye olje- og råvareprisene. Når det nå er byggeboom i hele Europa opplever byggenæringen i Norge at det er lang leveringstid på byggematerialer, det mangler transportkapasitet og det er vanskeligere å rekruttere arbeidskraft fra Øst-Europa.

De siste 25 årene har vi nytt godt av økende økonomisk integrasjon som har økt konkurransen og effektiviteten i hele verden. Vi har derimot ingen erfaringer med full kapasitetsutnyttelse på global basis. Selv om forventningene i rentemarkedet er blitt oppjustert det siste året, er det fortsatt slik at markedet tror inflasjonsutviklingen blir moderat slik at rentene kan flate ut på nøytrale nivåer. Dette året kan imidlertid den siste myten sprekke: høy kostnadsvekst og stor etterspørsel kan gi høyere inflasjonspress. Da er tiden inne for en ny oppjustering av renteforventningene.

### **Ingen førstepremie**

Kjetil Houg, september 2006

**Å lage makroøkonomiske prognoser er en utakknemlig oppgave. Det går som regel ikke slik man tror, uansett hvor raffinerte modeller og beregninger man har tilgang på. Særlig vanskelig er det å spå nedgangstider (resesjoner). Økonomer klarte ikke å forutsi depresjonen i 1929, og ville sannsynligvis heller ikke klart det med dagens analyseverktøy. De kjente økonomene Irving Fisher og John Maynard Keynes tapte begge store penger i aksjemarkedet. En oppsummeringsartikkel fra et forskermøte i oktober 2000 med 60 av verdens fremste økonomer konkluderte med at ”noe uventet skjedde” i 1929.**

Like vanskelig var det å se kollapsen i asiatiske økonomier i 1997. Høyt profilerte Jeffrey Sachs skrev sammen med Steven Radelet i november 1997 artikkelen ”Asias lyse fremtid”, på samme tid som Asia kollapset. Her hjemme husker vel de fleste enda hvordan Norges Bank bommet med sine anslag i 2002 og satte renta for høyt. Med disse smertefulle erfaringene i minnet, prøver de fleste økonomer å gardere seg mot mulige uventede utfall. Norges Bank gjør i dag bruk av

”viftegrafer” for å illustrere usikkerheten i prognosene. Usikkerhet understrekes også av økonomer i privat sektor. De som påstår å ha sikker kunnskap om framtiden, smiler man av.

Ikke så rart kanskje at investorer derfor ofte velger å se et bredt sett av parametere som råvarepriser, frakrater, volatilitetsindekser, selskapenes ordresituasjon, pengemengdevekst, utlyste ubesatte stillinger etc., når fremtidsutsiktene skal vurderes. Felles for mange av disse observerbare indikatorene er at de har en viss teoretisk begrunnelse ved at de tidlig fanger opp forhold som senere vil bli synlige i bredere indikatorer. Dessverre er det imidlertid ikke slik at sammenhengene er stabile over tid.

En av de mest brukte og analyserte indikatorene i denne sjangeren er rentens terminstruktur, eller mer konkret helningen på rentekurven. Tankegangen er grovt sett at differansen mellom lange obligasjonsrenter og korte pengemarkedsrenter kan tolkes som en ledende indikator på økonomien. En stor differanse indikerer at vi står ovenfor en oppgangskonjunktur, og en negativ differanse signaliserer nedgang. Diskusjonen om rentekurvens prognoseegenskaper har i det siste skutt fart. Arturo Estrella og Mary Rubin fra Federal Reserves New York-avdeling mener det er nok med bare en marginalt negativ rentekurve (10-års statsobligasjon minus 3 mnd statssertifikatrente) for å signalisere en økonomisk nedgang tolv måneder lenger fram. De viser til at dette er tilstrekkelig til å forutsi alle nedgangskonjunkturer i USA etter 1968. (Det bør nevnes at de har gjort jobben litt lettere for seg selv ved ikke å forsøke å si noe om styrken i nedgangen, men bare å si om vi er på vei opp eller ned.)

Jonathan Wright, også fra Federal Reserve systemet, er ikke helt enig. Han mener man også må ta høyde for årsakene til at rentekurven får en negativ helning. Hvis det skyldes lavere risikopåslag for å sitte med statsobligasjoner, som har høyere risiko enn sertifikatrenter, mener han at det økonomiske signalet ikke er like sterkt. Han mener også at man må justere for nivået på den korte renten. Den korte renten må over et visst nivå før rentekurven kan gi et troverdig resesjonssignal. Han viser til at den korte renten fortsatt ikke er spesielt høy i USA, og at de lave obligasjonsrentene kan skyldes lavere terminpremie. Videre peker han på at både UK og Australia har hatt god vekst på tross av fallende rentekurver. Forklaringen mener han er lavere terminpremie som følge av sterk etterspørsel etter renterisiko fra livselskaper og pensjonskasser. Wright finner imidlertid at når man justerer for disse faktorene, gir rentekurven gode og tidlige signaler om resesjon.

Bråstoppen i det amerikanske boligmarkedet kombinert med et klart resesjonssignal fra rentekurven har økt frykten for et mer alvorlig tilbakeslag i USA. Makroøkonomiske prognosemakere er stort sett ganske uberørte. De fleste anslår lavere, men fortsatt ganske god vekst neste år. OECD legger til grunn at veksten i USA tar seg opp igjen de neste kvartalene. Så, hvem skal vi stole på; Wright og (de fleste) makroøkonomene eller Estrella og Rubin? Jeg holder en knapp på Wright. Hva gjør du?

## Åpenhet på bankplassen

Frank Jullum, november 2006

**Denne uken feiret vi ettårsdagen for Norges Banks siste skritt på veien mot full åpenhet – publisering av sentralbankens egen forventede rentebane. Sentralbanken har høstet internasjonal anerkjennelse, kanskje særlig i akademiske miljøer, for denne nyvinningen. Også her hjemme har det i hovedsak blitt sett på som et skritt i riktig retning. Foreløpig er kanskje grunnlaget for knapt til å vurdere om dette virkelig er et fremskritt. Det bør også bemerkes at "ordningen" er atskillig mer omstridt internasjonalt enn hva man kan få inntrykk av.**

Norges Bank og andre har pekt på en del opplaget fordeler ved at sentralbanken opererer med egne renteprogner. De fleste er knyttet til betydningen av å påvirke forventningsdannelsen. For det første vil det sannsynligvis gjøre pengepolitikken mer effektiv når sentralbanken i større grad forplikter seg også med hensyn til de lange rentene. Dette kan være særlig viktig i perioder der rentene nærmer seg null og usikkerheten rundt sentralbankens reaksjon øker, slik vi opplevde i Norge i 2003. Det kan også gjelde situasjoner der sentralbanken har kommet på etterskudd, og har ventet for lenge med å øke rentene. En annonsert rentebane kan da hjelpe markedet til å forankre inflasjonsforventningene.

En egen rentebane gir også markedsaktørene en bedre forståelse av sentralbankens reaksjonsfunksjon. Det vil si at markedet blir bedre i stand til å forstå hvordan endringer i økonomiske nøkkeltall vil påvirke den fremtidige rentesettingen, siden enhver rentebane må bygge på et sett av makroøkonomiske variabler.

Men fremleggelsen av en egen renteprogner er ikke nødvendigvis uproblematisk for en sentralbank. En utfordring er selvsagt knyttet til at markedet oppfatter rentebanen som en ubetinget forpliktelse. I prinsippet kunne man tenke seg at sentralbanken fremlegger nye renteprogner mer eller mindre kontinuerlig, i takt med at ny informasjon om den økonomiske utviklingen blir kjent. Det er jo for eksempel ikke uvanlig med betydelig endringer i markedets renteforventninger slik den kommer til uttrykk i rentekurven. Problemet er at hyppige endringer i sentralbankens renteprogner kan virke svært forvirrende for markedsaktørene.

Et annet problem er risikoen for å bli bundet opp av sine egne progner. I en parentes kan det skytes inn at dette er et velkjent problem for oss prognosemakere. Den store fordelen for en sentralbank ved å produsere egne rentebaner ligger som nevnt i muligheten til å påvirke forventningsdannelsen. Rettledning av markedet er selvsagt nyttig i den forbindelse, men det betinger jo at den er troverdig. Faren er derfor at sentralbanken føler seg fristet eller tvunget til å levere i henhold til forventningene for å bli oppfattet som troverdig. Dermed kan det bli fristende å holde seg til den lovede rentebanen, istedenfor å forklare hvorfor man har valgt å avvike fra den. Det er lett å tenke seg at denne fristelsen kan være spesielt stor for en sentralbank som føler behov for å bygge opp troverdighet, for eksempel dersom renten er nær null eller banken er kommet på etterskudd i rentesettingen.

For det tredje kan man risikere at markedet tilpasser seg sentralbankens egen rentebane nærmest slavisk. Problemet blir at man mister den informasjonen som markedet kan gi om aktørenes forventninger til den økonomiske utviklingen.

Erfaringene etter ett år med egne renteprognoser fra Norges Bank må likevel sies å være gode. Inntil rentemøtet denne uken var gjennomført var det kanskje flere enn meg som begynte å lure på om ikke Norges Bank var i ferd med å gå i felle nummer to, nemlig å føle seg forpliktet av sin egen rentebane. Men beslutningen denne uken om å oppjustere sine egne forventninger til renteutviklingen de kommende tre årene viser at Norges Bank er i stand til å innarbeide ny informasjon om den økonomiske utviklingen på en fornuftig måte.

Ettersom Norges Banks Inflasjonsrapporter blir lagt frem hver fjerde måned er det heller ingen grunn til å hevde at justeringene skjer så hyppig at det kan forvirre markedet. Her har kanskje noen av markedsaktørene noe å lære. Hvorvidt Norges Bank kommer til å være mer direkte i antydningen om mulige justeringer av renteprognosen på møtene og talene mellom fremleggelsen av inflasjonsrapportene gjenstår å se. Men når stort sett hele analysemiljøet som dekker Norges Bank antok at rentebanen kom til å bli oppjustert på møtet denne uken kan det se ut som om Norges Bank har lyktes godt i å klargjøre sin reaksjonsfunksjon.

Hvis jeg likevel skal sette fingeren på noe må det være på bakgrunn av forventningsdannelsen. Som jeg pekte på innledningsvis er dette det helt sentrale poenget ved å være så åpen som Norges Bank er blitt. Likevel er det betydelige avvik mellom Norges Banks egen renteprognose og markedsforventningene slik de ligger etter fremleggelsen av inflasjonsrapporten. Med bakgrunn i bekymringen både kredittilsynsdirektøren og finansministeren uttrykker om folks lånevilje, er det ubehagelig at det samlede rentemarkedet vedder på at foliorenten i Norge neppe kommer over 4,5 prosent de neste ti årene. Norges Bank tror dette nivået passerer om ti måneder. Hva nå enn årsakene måtte være gir markedene og sentralbanken helt forskjellige signaler til lånetakerne.

Men sannsynligvis er finansmarkedene blitt mer sikre på at Norges Bank virkelig foretar justering av sine renteprognoser, om noen har vært i tvil om det. Det kommer nok til å dominere rentediskusjonen frem til mars 2007.

## **Hvem har rett? Aksje- eller rentemarkedet**

Kjetil Houg, juni 2003

**Når den amerikanske staten nå må låne penger til å finansiere skattelettelser og militærutgifter, kan den gjøre det til en rente på 3,2 prosent med en bindingstid på 10 år. Vi må tilbake til 1950-tallet for å finne tilsvarende lave rentenivåer. De lave amerikanske rentene smitter over på Europa, og nå etter hvert også på Norge. På bare få uker har renteforskjellen mellom Norge og Europa falt fra i underkant av 2 prosentpoeng til om lag  $\frac{3}{4}$  prosentpoeng.**

Samtidig har aksjemarkedet de siste månedene gjeninnhentet mye av tidligere tap. Oslo Børs er nå tilbake på nivået fra august 2002, samtidig som obligasjonsrenten i samme periode har falt med 2 prosentpoeng (!). Normalt vil en lav rente indikere at man har forventninger til lav vekst og inflasjon i økonomien. På den annen side har det vært en oppgang i aksjemarkedet som signaliserer at investorene har fått større tro på høyere inntjening i selskapene. Dette reflekterer mer robuste vekstforventninger. Med andre ord har det oppstått et interessant motsetningsforhold mellom utviklingen i disse to markedene. Hvem har rett?



Hvis rentemarkedet har rett, er det en risiko for at selskapestimatene for mange selskaper må trimmes ned. Imidlertid vil sannsynligvis nedjusteringen kunne motsvares av at rentenivået blir lavere. Selv en svak inntjeningsvekst vil kunne konkurrere med en enda lavere renteavkastning. Videre er det viktig å huske at aksjemarkedet er mer opptatt av hva selskapene tjener enn av hvor mye de omsetter. Lav vekst faller som regel sammen med fallende profitt, men konsolidering, kostnadskutt og fortsatt sterk vekst i produktiviteten kan gi selskapene gode resultater i et svakt marked. Dette ser vi nå eksemplifisert ved en markert bedring i lønnsomheten uten en tilsvarende bedring i salget.

Hva så hvis rentemarkedet tar feil? Da vil rentene stige kraftig etter hvert som sentralbankene indikerer at rentefesten er over, og at ting skal normaliseres. Selv med svært moderate forventninger til vekst og inflasjon vil dette kunne bety en kraftig oppgang i globale obligasjonsrenter. Aksjemarkedet vil i en slik situasjon kunne få tilført penger fra investorer som blir redde for å sitte med for store obligasjonsporteføljer. Resultatet blir en klar meravkastning for aksjer.

Uansett utfall vil dermed aksjemarkedet gi om lag like god eller mye bedre avkastning relativt til å plassere pengene i renter. Det er i lys av dette at man må forstå hvordan aksjer kan prises stadig dyrere samtidig som rentemarkedet stiger (renten faller). At begge disse markedene stiger samtidig er selvsagt positivt for den totale formuesveksten og dermed for den økonomiske situasjonen. Spørsmålet er om dette kan vedvare.

Som nevnt må vi tilbake til 1950-tallet for å finne tilsvarende lave renter som i dag. Den gang som nå var det svak prisvekst og svært lave sentralbankrenter i store deler av verden. Et annet likhetstrekk var en sterk vekst i produktiviteten. Den økonomiske veksten holdt seg derfor godt oppe selv om inflasjonen var lav. Aksjemarkedene steg, og investeringsviljen var stor. Situasjonen i dag er ikke like god. Vi har fått lav inflasjon og vi har fortsatt lav ledighet mange steder, men den økonomiske veksten har stagnert og investeringsviljen er lav. Økt produktivitet og høye investeringer på 90-tallet har ført til overkapasitet i mange bransjer. Eldrebølgen, som nå er i ferd med å ramme Japan, Tyskland og Italia, vil etter hvert også ramme andre EU-land. USA og andre OECD-land som for eksempel Norge vil ha en noe mer moderat aldring av befolkningen. En større andel pensjonister fører til lavere økonomisk vekst, og i en overgangsperiode vil sparingen i husholdningene forbli høy fordi stadig flere nærmer seg pensjonsalder. Etter en tid vil imidlertid sparingen synke etter hvert som stadig flere pensjonister skal tære på sin finansformue. Høy sparing vil i overgangsfasen presse rentene ned fordi det blir stor tilgang på finanskapital.

I tillegg til disse strukturelle forholdene gjør nå sentralbankene sitt til for å holde obligasjonsrentene lave ved å signalisere flere rentekutt, og ved å indikere muligheten for aktivt å kjøpe obligasjoner i markedet. Denne strategien vil lette lånetilgangen for offentlig sektor slik at man også aktivt kan bruke finanspolitikken til å stimulere vekst.

Vi har nå en ekstrem aggressiv sammensetning av økonomisk politikk og markedsutvikling. Sentralbankene sørger for lave renter. Politikerne gir skattelettelser og øker forbruket. Obligasjonsrentene faller, og aksjemarkedet stiger. For Norges del bidrar nå også en svakere kronekurs til økt konkurranseevne. Noen vil påstå at dette er negativt fordi man nå har "brukt opp kruttet" og at økonomien på tross av dette ikke viser tegn til bedring. Imidlertid forteller aksjemarkedet oss en annen historie: Selskapene begynner igjen å tjene penger, risikoviljen blant investorene er på vei tilbake og investeringsaktiviteten er i ferd med å bedre seg. I følge våre tall skriver selskapene nå av mer kapital hvert år enn de investerer. Det kan de ikke fortsette med hvis de skal forsvare sin eksistens. Når de eventuelt bestemmer seg for å investere, kan de gjøre det til

lavere kostnader enn på mange tiår. Det er også historisk godt belegg for at rentekutt virker med et betydelig etterslep. Med andre ord har vi enda ikke sett de fulle effektene av stimulansene.

Hvem har rett? Teoretisk sett kan vi ha både lave renter og et sterkt aksjemarked, men vi må huske på at de lave rentene reflekterer en kombinasjon av langsiktige strukturelle forhold og en nedgangssyklus. Hvis aksjemarkedet har rett, vil økonomien bedre seg på relativt kort sikt. Jeg tror ikke rentene vil forbli på dagens lave nivå i en slik situasjon.

## 4. Ting gjentar seg

### Platåsko og andre trender

Frank Jullum, desember 2005

**En av mine kolleger er en meget erfaren aksjemegler. Under en lengre telefonsamtale høsten 2001 kunne han berolige en av sine kunder med meldingen: ”Slapp av, aksjemarkedet er som platåskoene, de kommer og går.” Sett i ettertid var dette et godt råd, selv om det kanskje gikk noe tid før ”platåskoene” var på moten igjen.**

Filosofien er enkel, men effektiv. De finansielle markedene kan bevege seg relativt mye på nokså kort tid, og kan i perioder ligge forholdsvis langt fra det som anses som fundamentalt fornuftig, i alle fall sett i ettertid. Delvis skyldes dette spekulasjon og psykologi som kun vil gi omfordelig av inntekt mellom ulike investorer, men i enkelte tilfeller ledes kommersielle aktører til å ta strategiske beslutninger som får store realøkonomiske konsekvenser.

Kronekursen er et typisk eksempel på dette. Erfaringene fra 2002 var at bedrifts-Norge reagerte på kronestyrkingen med nedleggelse, nedbemanning utflytting osv. som ga store ringvirkninger i norsk økonomi. Når kronekursen igjen er på vei mot gamle høyder ringer alarmklokkene for fullt hos næringslivets representanter. Delegasjoner med bekymrede lobbyister i dress valfarter til Bankplassen for å klage sin nød til Norges Bank. Alle forsøk på å øke rentene vil gi en kronestyrking som resulterer i en gjentakelse av 2002, påstås det hardnakket. Jeg har ved flere anledninger argumentert for at de fundamentale forholdene for norske bedrifter er annerledes enn i 2002, men la meg gjenta et sentralt moment.

Som en følge av den globale oppgangskonjunkturen stiger både omsetningen av og prisene på våre viktigste eksportartikler kraftig. Faktisk har prisene på norske eksportvarer, målt i norske kroner, steget så langt i år til tross for at kronekursen er fem-seks prosent sterkere enn i fjor. Dette står i sterk kontrast til utviklingen i 2002, da svak global vekst ga fallende priser og lav omsetning på våre eksportmarkeder. Samtidig er oppsvinget i oljeinvesteringene på global basis i ferd med å skape en boom i deler av norsk verkstedindustri.

Samlet sett gir dette et høyere aktivitetsnivå i norsk økonomi enn i landene rundt oss. Et forsøk på å holde rentene unaturlig lave av hensyn til valutakursen er en risikosport av dimensjoner. Riktignok har partene i arbeidslivet i lang tid lovet å levere en moderat lønnsvekst, men det er et løfte det kan vise seg vanskelig å holde. Som et apropos viser den siste lønnsstatistikken at lønnsveksten i bygg og anlegg nå er på vei opp for alvor. Årslønnsveksten steg fra 2,7 prosent i 2. kvartal til 4,2 prosent i 3. kvartal. Bygg og anlegg er kanskje den bransjen i Norge med høyest aktivitetsnivå, men importen av arbeidskraft fra Øst-Europa skulle ha sørget for fall i det nominelle lønnsnivået i flere år. Det argumentet virker tynnslitt i øyeblikket.

Selv om kronekursen har svekket seg noe de siste ukene ligger det an til at norske eksportbedrifter må være forberedt på en nokså sterk valutakurs det kommende året. Likevel kan vi berolige de av dere som er bekymret for at dette betyr kroken på døra for norsk eksportindustri. Kronestyrkingen siden i vinter skyldes i hovedsak at markedet har ventet økende renteforskjeller mot landene rundt oss. Det er derfor liten grunn til å vente en kraftig appresiering når Norges Bank øker rentene utover i 2006. Dette illustreres ved at kronen nesten ikke styrket seg etter renteøkningene i juni og november. Risikoen er at kostnadsveksten i Norge blir høyere enn ventet.

For det andre er faktorene bak kronestyrkingen i hovedsak konjunkturelle, og i mindre grad strukturelle. Vårt syn på global økonomi tilsier at konjunkturtoppen nås i løpet av 2006, og at verden går inn i en periode med lavere vekst utover i 2007 etter hvert som den globale renteøkningen begynner å virke. I tillegg til at veksten i våre eksportmarkeder da vil avta, vil sannsynligvis prisene på våre produkter også falle. Samtidig vil antagelig kontraheringsbølgen innenfor skips- og oljesektoren bremses. Resultatet er et fallende aktivitetsnivå i norsk økonomi.

På samme tid vil gradvise renteøkninger fra Norges Bank sørge for at pengepolitikken ikke lenger virker så ekspansivt, i det realrentene nærmer seg nøytralt terreng. Resultatet blir et lavere aktivitetsnivå også i de rentefølsomme delene av norsk økonomi. Med utsikter til et aktivitetsnivå som i mindre grad vil avvike fra nivået i landene rundt oss vil valutamarkedet ha liten interesse av å eie norske kroner. I løpet av et par års tid bør derfor en euro på nytt koste et sted rundt 8,20 til 8,40. Dersom kronekursen varig skal være mye sterkere enn dette må nok bruken av oljepenger i norsk økonomi legge seg på en høyere bane enn lagt til grunn. Ansvarsfordelingen her er klar.

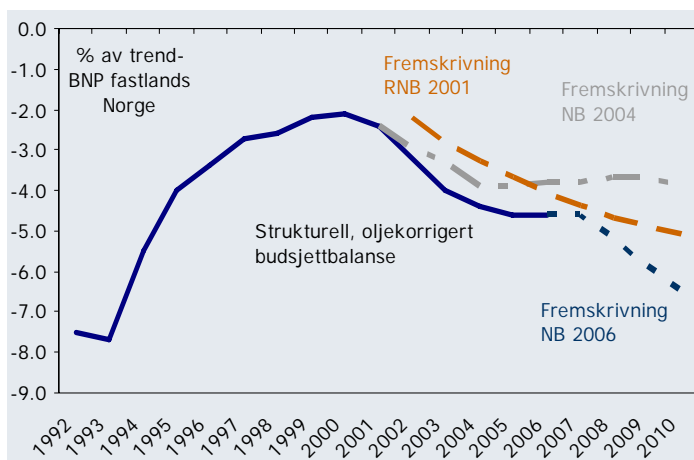
For norske eksportbedrifter bør lærdommen være at kronekursen kommer til å svinge mer i årene fremover enn det vi har vært vant til. Langsiktige strategier for hvordan man håndterer disse svingningene blir nødvendig. Lyspunktet er at alt går i bølger, drevet av økonomisk konjunkturer. Platåsko vil snart komme på moten igjen.

## Større oljeformue betyr fortsatt høyere rente og sterkere krone

Steinar Juel, mai 2006

Når dette leses er innholdet i regjeringens reviderte budsjett for 2006 kjent. Trolig inneholder det en ny oppjustering av hvor mye oljepenger den såkalte handlingsreglen tillater kan brukes i årene fremover. Handlingsregelen sier at bruken av oljepenger over tid skal tilsvare 4 prosent av oljefondet, eller av Pensjonsfond – Utland som det nå heter.

## Hvor mye oljepenger som kan brukes – stadig endrede anslag



I figuren illustreres hvordan anslagene for hva 4 prosentreglen tillater av oljepengebruk har endret seg over tid. Figuren viser utviklingen i det strukturelle oljekorrigerte budsjettunderskuddet i prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge. Det er dette underskuddet som i følge handlingsreglen skal fylles opp med oljepenger. Når underskuddet øker i prosent av BNP betyr det at opptrappingen i bruken av oljepenger virker ekspansivt på økonomien. De historiske tallene og siste fremskrivning er hentet fra

nasjonalbudsjettet 2006 som ble presentert i oktober i fjor. Revidert nasjonalbudsjett som kom i går innholdt trolig både reviderte historiske tall, og som nevnt nye fremskrivninger som viser at det oljekorrigerte underskuddet kan øke enda mer.

Da handlingsreglen kom våren 2001 var det mye diskusjon om hvordan en slik opptrapping i bruken av oljepenger ville redusere norsk industri. Vi hadde på det tidspunktet full sysselsetting. En mer ekspansiv finanspolitikk ville derfor gi høyere lønnsvekst, høyere rente og sterkere krone slik at arbeidskraft ble frigjort fra konkurranseutsatte næringer. Figuren viser at det Finansdepartementet da så for seg var at den underliggende oljepengebruken ville stige fra 2,4 prosent av BNP i 2000 til 5,1 prosent av BNP i 2010. (Se graf merket fremskrivning RNB 2001.)

På to år ble dette bildet helt endret. Aksjemarkedet falt sammen både i Norge og internasjonalt, og vi fikk en lavkonjunktur med stigende arbeidsledighet og fallende renter. Da regjeringen høsten 2003 presenterte budsjettet for 2004 var perspektivet at handlingsreglen ga et svært begrenset rom for å øke bruken av oljepenger i forhold til BNP. Var industriavskallingen vi fikk i 2002/2003 etter høy lønnsvekst og sterk krone blitt for omfattende? Målet var nå at konkurransevnen igjen måtte bedres. Opptrappingen i bruken av oljepenger ville ikke bli sterk nok til å suge opp de som var blitt arbeidsledige.

Etter ytterligere vel to år er vi tilbake der vi var i 2001, og vel så det. Etter et par år med uendret oljepengebruk i forhold til BNP sa fremskrivningen i fjor høst av vi så vil kunne trappe opp bruken raskere enn det man så for seg da handlingsreglen ble etablert våren 2001. Gårsdagens reviderte nasjonalbudsjett har antagelig forsterket dette bildet. Trolig tillater handlingsreglen at oljepengebruken kan begynne å trappes opp allerede i 2007.

Som i 2001, er utgangspunktet også nå et stramt arbeidsmarked. Selv om stortingsflertallet etter 2002 synes å ha lært at det har store negative konsekvenser for kronekurs og rente å trappe opp oljepengebruken i en slik situasjon, vil nok likevel det økte finanspolitiske handlingsrommet få konsekvenser for renten fremover. Presset både internt i regjeringspartiene og eksternt fra opinionen (og Fremskrittspartiet) for å fylle opp "rammen" vil trolig øke. Spesielt vil det være tilfellet dersom gallupene går feil vei for regjeringspartiene og avstanden til målene i Soria Moria erklæringen er stor nå valg nærmer seg. Får vi derfor en svakere vekst i privat sektor om et år eller to vil regjeringen høyst sannsynlig kompensere det med økte offentlige utgifter. Alternativet ville vært at Norges Bank satte renten ned igjen.

Hvordan en enn snur og vender på det, vil et større Pensjonsfond – Utland over tid innebære en mer ekspansiv finanspolitikk, en høyere rente og en sterkere krone enn tilfellet ville vært dersom fondet hadde vært mindre. Ved å underforbruke oljepenger i forhold til 4 prosentregelen når arbeidsmarkedet er stramt kan en unngå toppe som i 2002. Men fordi en tar igjen med mer offentlig utgifter når veksten i privat sektor svikter vil renten i mindre grad komme ned etter en høykonjunktur. Over tid gir det høyere rente. Trolig gir det over tid også en sterkere krone fordi få av våre handelspartnere vil ha finanspolitisk handlingsrom til å opptre på samme måte. Hos dem vil renten komme mer ned når konjunktorene svikter.

Men, det vi også har lært siden handlingsregelens fødsel er at prognoser for hvor mye oljepenger vi vil kunne bruke stadig endres. Høyst sannsynlig vil vi også i fremtiden stå overfor overraskende endringer i verdien på oljefondet. Økt fokus på USAs underskudd kan gi en betydelig svakere dollar. Det vil gå sterkt utover oljefondets verdi. Høyere renter og lavkonjunktur internasjonalt kan på ny ramme aksjemarkedet. Forhold på etterspørselssiden kan innenfor et perspektiv på to til tre år gi betydelig lavere oljepris igjen. En ny Asia-krise, denne gangen med utgangspunkt i Kina er langt fra usannsynlig. Et oppblåst eiendomsmarked, overinvesteringer i mange sektorer og en banksektor med høy andel misligholdte lån er blinkende varselamper. Høyere renter kombinert med dempet industriell etterspørsel etter olje kan i tillegg få finansielle aktører til å hoppe ut av olje som en aktivaklasse.

Så bli ikke overrasket om vi om to-fire år er tilbake omtrent der vi var i 2003.

## 5. Dollaren, et yndet tema

### Tro ikke alt du ser

Steinar Juel, februar 2006

**USAs driftsbalanseunderskudd overfor utlandet har vært et gjentakende bekymringsemne de siste 40-50 årene. Katastrofer for dollaren har vært spådd. Riktignok har den svingt mye i verdi etter sammenbruddet av Bretton Woods systemet på begynnelsen av 1970-tallet, men noen svekkende trend har vi ikke fått. Likevel, de siste årene er det igjen mange som bekymrer seg for underskuddet og de konsekvenser det kan få for dollaren og amerikanske renter.**

Slik debatten om underskuddet har bølget frem og tilbake skulle en tro at en ville se en svakere dollar når underskuddet økte og sterkere dollar når driftsbalanseunderskuddet falt. Men en slik sammenheng er det vanskelig å finne. Forskjellen på rentenivået mellom USA og omverden ser ut til å ha større betydning for dollaren enn om driftbalansen viser et overskudd eller et stort underskudd.

Den franske filosofen Descartes lærte oss at vi ikke kan stole våre sanser. Virkeligheten kan være helt annerledes enn slik vi ser den. Slik kan det også være med statistikk, og med regnskap.

USA har egentlig ikke noe underskudd på driftsbalansen, hevder de to forskerne Ricardo Hausmann og Frederico Sturzenegger (begge tilknyttet Harvard University)<sup>1</sup>. I en analyse publisert på slutten av fjoråret påviste de et stort paradoks i USAs utenriksregnskap. På den ene siden viser årlige driftsbalanseunderskudd siden 1980 og frem til i dag at landets nettogjeld har økt med 5000 milliarder dollar. På den annen side viser utenriksregnskapet at USAs netto rente- og utbyttebalanse i samme periode har holdt seg positiv på rundt 30 milliarder dollar pr år. Gjeldsøkningen har ikke kostet noe! Da kan den vel heller ikke være noe problem, hevder de to forskerne. Hvordan kan dette være mulig?

Statistiske feil er selvsagt én mulighet. I følge World Economic Outlook fra Det internasjonale pengesfondet (IMF) har verden i sum hvert år underskudd på driftsbalansen. Prinsipielt må verden være i balanse med seg selv. Det handles jo enda ikke med andre planeter. I 2004, som er siste året det fullstendige tall for, var verdens underskudd på 86 milliarder dollar. Det tyder på at de statistiske feilene i utenriksregnskapene til ulike land gjennomgående overdriver underskuddene.

Hausmann & Sturzenegger mener det ligger mer realiteter bak det amerikanske fenomenet. I årene etter 1980 har amerikanske bedrifter kraftig økt sine direkte investeringer i utlandet. Avkastningen på disse må være høy. For utbyttene fra utlandet har vokst sterkt og motvirket at blant annet statens rentebetalinger til utlandet har økt. Økningen i USAs utbytteoverskudd må betraktes som avkastning på amerikanske foretaks eksport av teknologi og kjente merker til utlandet knyttet til direkte investeringene. Når avkastningen på USA aktiva i utlandet er større enn gjeldsrentene, må også markedsverdien på fordringene være større enn markedsverdien på gjelden, påpeker de to forskerne.

---

<sup>1</sup> "US and global imbalances: Can dark matter prevent a big bang?"

Et annet fenomen som gir USA billig finansiering er at dollar brukes som kontant betalingsmiddel i mange land i verden. Kontanter er gjeldsbrev med null rente utstedt av sentralbanken. Når utlendinger er villige til sitte med slike dollargjeldsbrev gir de samtidig USA gratis lån. Slik vil det fortsette å være så lenge dollaren oppfattes som verdens reservevaluta nummer én, og befolkningen i mange land har lav tillit til egen valuta.

Definisjonsmessig gir driftsbalansen overfor utlandet uttrykk for netto endring i et lands gjeld eller fordringer overfor utlandet, før omvurderinger. Omvurderinger kan være opp- eller nedskrivninger av gjelds- og fordringsposter som følge av markedsmessige verdiendringer. Hausmanns & Sturzeneggers hovedpoeng er at omvurderingene ikke er fullstendige. Verdien på amerikanske bedrifters direkte investeringer i utlandet er i utenriksregnskapet kraftig undervurderte. Dersom man skrev opp verdiene på investeringene i takt med oppgangen i utbyttebetalingene hjem til USA, og bokførte oppskrivningsgevinstene som inntekter i utenriksregnskapet, ville USAs driftsbalanse i realiteten vært i balanse i årene etter 1980!

Men dersom USAs underskudd egentlig ikke er der, da må det være andre land som har underskudd eller mindre overskudd, enn det de offisielle tallene viser. Forfatterne har delt verden i fire regioner: USA, EU, Japan og resten. Underskudds/overskuddssituasjonen til EU og Japan påvirkes lite av om deres driftsbalanse beregnes på den ene eller andre måten. Så motposten til USA blir "resten av verden". Offisielle utenriksregnskap viser at "resten av verden" i dag har overskudd på sin driftsbalanse. Skulle de derimot ha utgiftsført oppskrivningene av verdiene på blant annet amerikanske investeringer lokalisert hos seg, ville de over en årrekke hadde store underskudd.

Hva er så egentlig riktig? Tja. Descartes mente han bare kunne bevise to ting, at det finnes en gud og at han selv var til. Det siste fordi han ved å tvile viste at han tenkte og dermed måtte eksistere. Hva som er den virkelige driftsbalansen til USA er ikke like lett å bevise. Men det vi kan si er at når et problem ikke skaper problemer kan det heller ikke være noe problem.

Vedvarende driftsbalanseunderskudd som ikke slår ut i et sterkt økende underskudd i rente- og utbyttebalansen kan ikke være noe stort problem.

## **Mer balansert**

Frank Jullum, august 2006

**De siste par årene har det amerikanske driftsunderskuddet skapt økende bekymring blant økonomer og andre. Etter hvert som underskuddet nærmer seg 7 prosent av BNP har spådommene om dollarkollaps og destabilisering av de globale kapitalmarkedene blitt hyppigere. Vi vil imidlertid hevde at risikoen ved et amerikansk driftsunderskudd i større grad er knyttet til overoppheting og inflasjonsproblemer i Asia og andre områder med dollartilknytning. En kraftig svekkelse av dollarkursen mot andre markedsbestemte kurser som euro og norske kroner er dessuten ingen løsning.**

Det er ingen tvil om at et driftsunderskudd i denne størrelsen, og som dessuten ser ut til å være økende, ikke er bærekraftig over tid. Pessimistene hevder at dette ubønhørlig må lede til en kraftig svekkelse av dollarkursen for å stabilisere, redusere, eller til og med fjerne dette underskuddet. Slike talløvelser ender ofte i prognoser om at EUR/USD må bevege seg mot 1,70-1,80, eller en

dollarkurs mot norske kroner tilsvarende 4,50-5,00. Ikke uventet får norske eksportører problemer med nattesøvnen av prognoser om en svekkelse av dollarkursen på 20-25 prosent.

### **”Dollarområdet” i balanse**

En nærmere analyse av det amerikanske driftsunderskuddet viser at størsteparten av forverringen siden 2001 er kommet mot land som har en eller annen form for valutatilknypning mot dollar. Foruten den vanlige syndebukken Kina et dette andre asiatiske land utenom Japan og oljeproduiserende land i Midt-Østen og Sør-Amerika. Om man behandler dette som et ”dollarområde” er deres samlede balanse mot andre valutaområder som Europa, Japan, Storbritannia, Norge osv. omtrent uendret de siste fem-seks årene. Det er derfor fristende å hevde at svekkelsen av det amerikanske driftsunderskuddet i liten grad skyldes utviklingen i markedsbestemte valutakrosser (EUR/USD, USD/JPY, EUR/NOK osv.). Derfor er det lite grunn til å tro at bevegelser i disse kursene vil gi særlig effekter på driftsunderskuddet. Dette støttes også av fundamentale vurderinger av valutakursene i G3-landene.

I stedet er det grunn til å se mer på den andre siden av ”ligningen”. Landene i dollarblokken utenom USA har økt sine valutareserver omtrent i samme takt som det amerikanske underskuddet har økt. Bare siden 2003 er de samlede valutareservene i disse landene mer enn fordoblet. Problemet er at flere av landene sliter med underutviklede kapitalmarkeder og har store problemer med å sterilisere effekten av de store dollarreservene. Enkelt sagt betyr det at sentralbankene ikke klarer å trekke inn tilstrekkelig av den innenlandske likviditeten som tilføres når man kjøper utenlandsk valuta for å stabilisere sin egen valutakurs.

Som ventet skaper dette vanskeligheter med å kontrollere pengemengden, kreditten, aktivaprisene og den økonomiske veksten i disse landene. Læreboka forteller oss at dette ugjenkallelig også vil føre til høyere inflasjon. I øyeblikket ser man lettest de inflasjonære tendensene i den største prisboomen i råvaremarkedene siden 1970-tallet. Gjentatte innstramningstiltak fra kinesiske myndigheter tyder da også på at i alle fall Kina har problemer med likviditetseffektene fra oppbyggingen av valutareserver. Denne tankegangen ligger også bak utformingen av Petroleumsfondet i Norge der oljeoverskuddet i stor grad plasseres i utenlandske verdipapirer.

### **Veien videre**

Ettersom det er lite de markedsbestemte valutakursene kan gjøre for å bremse utviklingen i det amerikanske driftsunderskuddet vil dette sannsynligvis bestå inntil det utløser en form for politisk reaksjon. Mange etterlyser en kinesisk revaluering, som sannsynligvis vil utløse reaksjoner også i andre asiatiske land med dollartilknytning. En annen løsning er selvsagt at den amerikanske sentralbanken øker rentene for å bremse den innenlandske etterspørselen i USA. Faktisk ser vi allerede tegn til at renteøkningene i USA kan ha begynt å bremse utviklingen i driftsunderskuddet. Et viktig poeng er selvsagt at høyere amerikanske renter sannsynligvis vil gi lavere global vekst, og dermed reversere deler av råvareprisoppgangen på et eller annet tidspunkt. Dette vil direkte bidra til en reduksjon i underskuddet ettersom USA er netto råvareimportør.

Stigende amerikanske ubalanser har altså i større grad resultert i sterk vekst med begynnende inflasjonært press på global basis enn finansiell destabilisering gjennom et kraftig dollarfall. Veien



mot en mer balansert utvikling ser ut til å måtte gå gjennom to kanaler. En revaluering av valutakurser i land med dollartilknytning, der Kina selvsagt spiller en nøkkelrolle, og en innstramning av den amerikanske pengepolitikken inntil råvareprisene begynner å bremse. En kraftig endring i markedsbestemt valutakurser synes lite egnet til å løse problemet. Et fall i dollarkursen mot norske kroner på 20-25 prosent er derfor lite trolig. Når valutamarkedet likevel presser dollarkursen svakere mot euro og yen kan det ses på som valutamarkedets sedvanlige forsøk på å presse frem politiske grep som faktisk vil virke.

Basert på en slik tilnærming er det som nevnt liten grunn til å vente et kraftig dollarfall målt mot norske kroner. I stedet bør vi forvente en svakere kronekurs mot de fleste asiatiske land, og sannsynligvis regne med svakere global vekst og lavere prisstigning på våre eksportvarer. Blir dette prisfallet stort nok kan vi imidlertid regne med hjelp fra en svakere kronekurs målt mot Euro og dollar. Slik virker nemlig et system med markedsbestemt valutakurser.

## **Dollarproblemet**

Kjetil Houg, februar 2004

**Dollarkursen er av spesiell betydning fordi mange varer handles i dollar, og fordi USA er verdens største eksportmarked. I tillegg opererer flere land med fast valutakurs mot dollar. Ikke desto mindre er dollarens betydning for oss her i Norge ofte overvurdert av analytikere fordi man ser bort fra markedets evne til å prise inn valuta bevegelser og fordi selskapene generelt er blitt mindre valutaeksponert.**

Et godt eksempel på den første effekten er gullprisene. I perioden fra august 2003 har gullprisene målt i dollar steget med om lag 10 prosent mens dollaren i samme periode har falt med – ja, du gjettet riktig – om lag 10 prosent. Det er med andre ord nærliggende å knytte hoveddelen av prisoppgangen til dollarutviklingen. Logikken bak dette er åpenbar. Gull omsettes i hele verden, og gullprisen skal reflektere globale markedsforhold. I velfungerende markeder, slik man må anta at gullmarkedet er, skal prisene drives av fundamentale endringer i tilbud eller etterspørsel eller forventninger til disse. Dollarkursen, som i utgangspunktet bare er en pris på dollar, skal ikke kunne påvirke realprisen på gull. Hvis den hadde gjort det, burde markedsaktørene raskt fanget dette opp og arbitrert bort effekten.

Det samme resonnementet kan man gjøre for andre råvarepriser som for eksempel olje og aluminium. Svingninger i dollarkursen absorberes raskt i råvarepriser og priser på andre globale varer og tjenester som er notert i dollar, og realprisene blir dermed nøytralisert. Det er derfor ikke overraskende at oljeprisen målt i norske kroner har vært langt mer stabil de siste par årene enn målt i dollar, i og med at dollarkursen har svingt mer enn kronekursen.

På tross av disse åpenbare sammenhengene ser det ut til at mange aktører ikke klarer å skille slike valutaeffekter fra fundamentale prisendringer. Oljeprisen er igjen et godt eksempel. Analytikere mener nå at oljeprisen skal falle med 25 prosent i løpet av året, mens de samme analytikerne mener at dollarkursen målt mot euro skal forbli om lag uendret. Her er det en åpenbar inkonsistens med mindre analytikerne også forventer en kraftig nedgang i realprisen på olje. Sannsynligheten for at de må oppjustere sine oljeprisestimater er derfor stor, med mindre vi får en markert oppgang i dollarkursen.

Prognosefeil gjøres også av offentlige instanser. Finansdepartementet opererte i fjor høst med et oljeprisestimat på 170 kroner for 2004, dvs en nedgang på om lag 25 prosent, samtidig som de antok at kronen skulle svekke seg med om lag 3 prosent. Uendret realpris på oljen burde isolert tilsi en høyere oljepris i 2004 og i hvert fall ikke en så kraftig nedgang. Man kan spørre seg om man her faktisk ønsker å lage en treffsikker prognose eller om hensikten med estimatet er av mer politisk karakter. En bedre prognose for alle de nevnte hadde sannsynligvis vært å se på hva oljemarkedet selv sier, for eksempel ved å se på framtidige prisavtaler på olje.

Det andre poenget er at selskaper som er eksponert for konkurranse er blitt langt flinkere til å møte valutakurssvingninger enn tidligere. Etter perioder med sterk turbulens på verdens valutamarkeder er kostnader i økende grad flyttet til de valutaområder hvor inntektene genereres. Finansielle operasjoner brukes til å endre valutaeksponeringen og til å beskytte mot kortsiktige svingninger i valutakurser. Selv om beskyttelsen er kortvarig, kan den gi selskapet bedre tid til å tilpasse sin kostnadsstruktur. Videre vil selskaper med høy valutaeksponering som regel også ville investere i de samme valutaer. Dermed blir gjenanskaffelsesprisen på kapitalen endret i takt med valutakursen, noe som over tid vil nøytralisere mye av valutaeffekten. Hovedinntrykket er at valutasingninger, med noen klare unntak, i liten grad påvirker lønnsomheten.

Selv om valutakurser har liten effekt på lønnsomheten er de viktige for norske investorer fordi valutainntekter i selskapene må omregnes til kroner. Det vil normalt være en negativ sammenheng mellom kronkurs og prisen på norske aksjer fordi en lavere dollar betyr at dollarinntektene til selskapene blir mindre verdt i Norge. Hvis dette ikke motsvares av slike realprismekanismer som jeg nevner over, bør aksjekursen målt i kroner falle. I tillegg er det selvsagt et poeng at norske selskaper med en svakere krone bedrer sin konkurransevne, noe som vil forsterke denne sammenhengen.

Jeg har i denne artikkelen behendig holdt meg unna en analyse av dollarkursen, men konsentrert meg om virkningene. Det er imidlertid fristende å peke på at fundamentale analyser nå indikerer at dollaren har svekket seg for mye, og at det er tegn til at kursene er i ferd med å snu. En sterkere dollar vil reversere alle de momentene jeg har drøftet over og vil dermed medføre lavere råvarepriser målt i dollar og høyere aksjepriser i Norge på dollareksponerte selskaper. Noe annet ville være en stor overraskelse.

## 6. Déjà vu

### Lønnsmodell under press

Frank Jullum, februar 2006

**Tre år ut i konjunkturoppgangen er det fortsatt lite å se til økende kostnadspress i Norge. Det har bidratt til moderat løpende inflasjon, og dermed moderate renteforventninger. Nøkkelen til en stigning i norske renter er derfor i stor grad knyttet til utviklingen i den kostnadsdrevne inflasjonen, det vil si lønnsveksten.**

Teknisk beregningsutvalg (TBU) la i forrige uke fram rapporten som danner grunnlaget for inntektsoppgjøret 2006. TBU består av representanter for partene i arbeidslivet og ulike departementer, og har som rolle å komme frem til enighet om premissene for årets lønnsoppgjør. I utgangspunktet virker det som om utvalgets konklusjoner legger forholdene til rette for moderat lønnsvekst og dermed fortsatt lave renter:

- Lønnsveksten i 2005 ble 3,25 prosent.
- Prisveksten (totalt) anslås til 2,0 prosent i 2006.
- Overhenget (hvor mye lønnen stiger med i 2006 uten at det blir gitt en krone tillegg sentralt/lokalt i år) anslås til 1-1,25 prosent.

I omtalen av rapporten ble det også fokusert mye på at økt arbeidsinnvandring har bidratt til å dempe lønnsveksten i Norge. Noen dager tidligere hadde da også LO overrasket mange med moderate krav foran årets oppgjør. LOs forslag til ramme på 3 prosent må selvsagt ses i lys av *fokus* på å beholde AFP og kostnadene ved å få på plass en obligatorisk tjenstepensjon (OTP) for alle. Men samtidig gjenspeiler den nye moderasjonslinje frykten for økt direkte og indirekte konkurranse i det norske arbeidsmarkedet i form av arbeidsinnvandring og utflytting av arbeidsplasser.

### Tvil om tilslutning

Det kritiske punktet er imidlertid om denne moderasjonslinjen får tilslutning utenfor industrien. Detaljene i TBU-rapporten kan så tvil om dette. Lønnsveksten for industrifunksjonærer ble 4,25 prosent i 2005, dvs. ett prosentpoeng høyere enn industriarbeiderne. Jeg tror dette kan få to viktige konsekvenser for årets forhandlinger. For det første vil akademikerne i offentlig sektor i større grad sammenligne seg med funksjonærene i NHO-bedriftene, rett og slett for å sikre uttelling for lang utdanning. Dette så vi denne uken i kravene fra Unio, som ble konkretisert til 4 prosent. For det andre spør jeg meg selv om ikke arbeiderne i disse bedriftene blir småforbannet når de ser at lønnsomme bedrifter deler ut overskuddet til kontorfolket og eierne? Tre prosent lønnsvekst i verkstedindustrien (som forhandler først) virker i utgangspunktet lite tatt i betraktning inntjeningen og ordresituasjonen i næringen. Lave sentral tillegg øker derfor risikoen for høyere lønnsglidning (lokale tillegg m.m.) utover i året.

Lønnsveksten i bank og forsikring ble 7,7(!) prosent i 2005. Dette skyldes selvfølgelig at deler av denne næringen i større grad har resultatorienterte lønninger, slik at høyere inntjening for banker og

forsikringsselskap gir høyere utbetalinger for de ansatte. Dette er grupper som oppfattes å være halvveis utenfor tariffområdene. Det gir høyere samlet lønnsvekst, men signaleffekten er kanskje vel så viktig.

Økonomisk teori og historiske erfaringer viser at land der lønnsforhandlingene enten er helt desentraliserte eller helt sentraliserte er mest effektivt over tid, dvs. gir lavere arbeidsledighet. I Norge har vi hatt stor suksess med vår sentraliserte lønnsmodell, der hensynet til lønnsevnen i konkurranseutsatt sektor legger premissene for lønnsutviklingen i hele økonomien. Spørsmålet er om denne modellen fungerer like godt i en stadig mer globalisert verden der våre konkurransefortrinn første og fremst ligger i relativt lave priser på høyt utdannet arbeidskraft, og der den klassiske industriarbeideren blir mer og mer sjelden.

## **Rekordår i vente**

I øyeblikket er det rett og slett mangel på ingeniører i Norge (samt forskalingsnekkere, sveisere m.m). Med fulle ordrebøker og oppdragsgivere som opererer med superprofitter er det antagelig fristende å øke lønningene for å sikre seg tilstrekkelig tilgang på arbeidskraft. Jeg har stor forståelse og sympati for kravene fra sentralt LO-hold, som i sedvanlig direkte språkdrakt understreker at de ”ikke har til hensikt å kreve lønnsøkninger som setter våre medlemmer på gata”.

Dilemmaet for lederne på Youngstorget er at moderasjonslinjen ikke har den samme tilslutningen utenfor den konkurranseutsatte industrien. Faktisk viser lønnsutviklingen blant ledere og funksjonærer i denne næringen at tilslutningen heller ikke er helhertet selv internt. Men selv om LO skulle få med seg alle grupper på en ny runde med kollektiv fornuft, vil jo produktivitetsveksten og prisutviklingen innenfor store deler av eksportnæringen (og norsk næringsliv for øvrig) dermed sikre kapitaleierne nye eventyrlige gevinster. På lengre sikt kan nok det friste flere til å øke investeringene her hjemme slik at det skapes nye industriarbeidsplasser. Men i løpet av de nærmeste par årene er det nok mer trolig at det ender opp som overskrifter i Finansavisen av typen ” Rekordår for NN, tar ut 50 millioner i utbytte”.

LO kjemper i motvind. Valget fremover står mellom å akseptere større relative lønnsforskjeller enn vi tradisjonelt har vært vant til her hjemme, der LOs egne medlemmer vil bli taperne, eller å la kapitaleierne skumme fløten av globaliseringseffektene. Når industriarbeiderne utgjør godt under 10 prosent av alle lønsmottakere i Norge, tror jeg naturkraften blir for sterk. En pengepolitisk strategi med små, men ikke hyppige renteøkninger kan dermed komme under press allerede i år.

## Jeg vil også ha gratis mat

Steinar Juel, august 2005

**Et gratis måltid varm mat på skolen er blitt en stor sak i valgkampen. Sosialistisk Venstreparti har ledet an. Som et ledd i valgkampen serverte de kyllingfilet og laks til en gruppe skolebarn. ”Vil dere ha sånn mat hver dag”, spurte Kristin Halvorsen. ”Ja”, ropte barna og var alle enige om å si til mamma og pappa at de må stemme på Kristin.**

Jeg har selv vokst opp med Oslofrokosten. Det var på 1950-tallet da levestandarden var betydelig lavere enn i dag. Formålet med Oslofrokosten var å sikre at barn fikk et måltid mat før skolestart. Trang økonomi i mange familier gjorde at frokost hjemme da ikke var en selvfølge. Nå skal barn få gratis mat på skolen fordi de er så mette og kresne at de ikke tar med matpakke. De bruker heller lommepenger til å kjøpe skoleboller og cola. Gratis skolemat midt på dagen skal sikre at skolebarn får i seg noe sunt.

Det er jo et paradoks at fellesskapet skal stå for matserving både når den privat velstanden er lav og når den er svært høy. Intuitivt skulle en tro at behovet for slik støtte avtok med den generelle velstandsutviklingen. Slik fungerte det også en stund. Oslofrokosten ble jo avvirket etter at den private velstanden hadde økt noe. Nå som den er så høy at vi forspiser oss, mener man det er behov for at Oslofrokosten kommer tilbake, dog tilpasset våre langt mer kresne matvaner.

”Behov” er et farlig ord. Da jeg studerte velferdsteori i sosialøkonomi på første halvdel av 1970-tallet, var det stryk å si at man hadde behov for noe. Ordet gir uttrykk for noe absolutt, noe vi bare må ha. Slik er det imidlertid med de færreste goder. Vi lærte i stedet å bruke begrepet ”nytte”, og at nytten ved ett gode må vurderes opp mot nytten ved et annet.

Det er helt sikkert riktig at en del barn ikke får i seg nok næringsriktig mat. Men hvor langt skal fellesskapet gå for å løse det problemet? Og hvor stort er det i forholdet til andre oppgaver som ønskes løst? Denne type diskusjoner er sjelden vare i en valgkamp. I stedet blir det som Tines slagord i reklamen for melk ”bare må ha det”.

Hvorfor er det slik at nye alminnelige gratisordninger spretter opp av politikernes idekister selv når vår private velstand ligger på verdenstoppen? Det er selvfølgelig konkurransen de politiske partier i mellom som gjør det. Når det ikke lenger er noen store problemer å slåss om må man lage de små om til store og foreslå de mest ekspansive løsningene. Det er, og kommer alltid til å være, noen som henger etter gjennomsnittet, det som er normen, eller det som er normalt. Uansett hvilket absolutt nivå vi har, vil det alltid være noen som er rystet over at noen eller noe henger litt etter. Det synes også å være slik at jo høyere absolutt velstandsnivå vi kommer på jo mindre avvik fra normen skal til før det betraktes som et stort problem.

Ryktene sier at Sosialistisk Folkeparti, et av partiene som formet dagens SV, trodde de hadde funnet løsningen på problemet med at noen henger etter. Det hevdes at det på et partilandsmøte en gang på 1970-tallet nesten ble flertall for et krav om at alle må få en inntekt over gjennomsnittet.

For politikerne tror jeg det er å be om trøbbel dersom de også skal ta på seg jobben å gi våre barn mat. I dag er dette et privat ansvar og derfor ingenting politikerne er skyteskive for. Men gjett om

de vil få høre det dersom de overtar ansvaret for skolematen. Ved de neste valgene får vi et nytt tema i TV-debattene. Den til en hver tid sittende regjering vil få høre at skolematen er for lite variert, ikke næringsrik nok og at for mange barn ikke liker den. Mer penger må til, vil opposisjonen kreve. Regjeringen vil skryte av den ekstra matmilliarden den har skaffet i siste storingsperiode. At maten likevel ikke holder mål er kommunenes ansvar, vil regjeringen svare. Det er de som har det praktiske ansvaret for matserveringen. Hørt det før? Noen stor berikelse for valgkampene blir dette derfor neppe.

Det er mange av oss voksne som heller ikke spiser sunn nok mat. Min frokost består av brødsiver med et lag prim, et lag syltetøy og geitost på toppen. Det blir for mye sukker har jeg lest. Her må det offentlige ta et ansvar og gi oss et gratis måltid sunn mat på jobben.

Et billigere alternativ er å gi hele folket brød og sirkus. Brød er billigere enn kyllingfilet, og sirkus, det får vi helt gratis minst fram til 12. september. Ha et godt valg.