

Arne Jon Isachsen

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.¹ 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.

¹ 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."²

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

² 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.³

³ 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.⁴

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!

Nydalen, 12. januar 2006

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