



CME

Working Paper Series 3/05

**INTERNASJONAL ØKONOMI  
PÅ RANDEN?**

Arne Jon Isachsen  
CME/BI

Juni 2005



**BI**

Centre for Monetary Economics,  
BI Norwegian School of Management

## **INTERNASJONAL ØKONOMI PÅ RANDEN?**

Valutapolitiske utfordringer .....	side	1
Kinesiske banker på randen? .....	side	5
Inflasjonsstyring – hva er det? .....	side	9
Men Stabilitetspakten var ikke død .....	side	13
Skjønn og rettferdighet .....	side	17
Hva er galt i Europa? .....	side	21

Dette arbeidsnotatet setter sammen Månedsbrevet for årets seks første måneder.

# MÅNEDSBREVET

Januar 2005

## VALUTAPOLITISKE UTFORDRINGER

---

**I oktober 2000 kostet en euro 0,825 dollar. I januar 2005 var prisen 1,36 dollar. Den kinesiske valutaen derimot har helt siden 1994 hatt fast kurs mot dollar. Om de asiatiske valutaene styrker seg mot dollaren, vil presset for en ytterligere styrking av euroen dempes. Imidlertid kan USAs problem med stor ubalanse i handel med andre land bare løses av amerikanerne selv; produksjonen av varer og tjenester må øke relativt til bruken. Det fordrer en strammere finanspolitikk og økt privat sparing. For Europa ligger utfordringen i å få slutt på den sløsing en arbeidsløshet på rundt 10 % i mange land innebærer. En politikk med mer markedsbaserte lønninger vil tvinge seg frem.**

---

### **Euroen har en ublid start....**

I januar 1999 tok euroen over for tyske mark, franske franc, nederlandske gylden, og åtte andre EU-valutaer. Mange trodde at andre lands sentralbanker ville etterspørre denne nye valutaen, dvs. selge unna en del dollarfordringer og i stedet samle opp fordringer eller verdipapirer i euro. I så fall ville prisen på euro målt i dollar stige. Det motsatte skjedde. Etter et snaut halvår hadde prisen på euro sunket fra 1,18 dollar til 1,05 dollar. På dette tidspunktet la investeringsbanken Goldman Sachs frem sin prognose på eurokursen; om ett år ville prisen på euro ha steget til 1,22 dollar. Ett år senere kostet euroen 0,93 dollar. Utviklingen hadde altså gått motsatt vei av hva Goldman Sachs – og mange med dem – hadde forventet. Og eurofallet fortsatt. Bunnen ble nådd i oktober 2000, med en pris på 0,825 dollar per euro.<sup>1</sup>

Situasjonen var ugrei. Den svake eurokursen gav europeiske bedrifter en for god konkurranseevne i forhold til amerikanske. Dessuten førte en svak euro til høyere pris i Europa på importerte varer og tjenester. Målsetningen om en inflasjon på under to prosent ble vanskelig å innfri. Den europeiske sentralbank fant det betimelig å intervensere i markedet. Disse intervensjonene var vellykket. Et gulv for prisen på euro i dollar ble etablert.

### **...men styrker seg etter hvert bra**

Etter hvert tok euroen til å styrke seg. Senhøstes 2004 var prisen på euro kommet godt over 1,30 dollar. Dermed hadde euroen steget i verdi med mer enn 50 prosent på fire år. En

---

<sup>1</sup> En pris på 0,825 dollar per euro er det samme som en pris på  $(1 : 0,825) = 1,212$  euro per dollar. Vi kaller 0,83 for eurokursen og 1,212 for dollarkursen.

gryende oppgang i Eurolandenes økonomi står nå i fare for å stanse opp pga. en for sterk valuta, med tilhørende svekkelse av konkurranseevnen.

I forhold til asiatiske valutaer som japanske yen og kinesiske yuan har dollaren svekket seg langt mindre. Helt siden 1994 har Kina holdt prisen på dollar fast til 8,28 yuan. Japan på sin side har tidvis intervenert kraftig for å unngå verdistigning (eller appresiering) av egen valuta. I første kvartal 2004 kjøpte Bank of Japan 130 milliarder dollar, og tilførte markedet en tilsvarende mengde med yen. Økt rikelighet på yen relativt til dollar bidrar til å holde verdien på yen nede, dvs. man unngår en økning i yenkursen.

Når dollaren svekker seg mot euro, følger kinesisk yuan med som nissen på lasset. Og når Japan selger egen valuta mot dollar, styrker yenen seg mindre enn den ellers ville gjort. USAs behov for en bedring i konkurranseevnen via valutakursen blir aktivt motarbeidet av Kina og Japan. Den bedringen i konkurranseevne som USA trenger, må i større grad tas ut overfor andre valutaer, i første rekke euroen. Det er en utvikling man i EU-landene setter liten pris på.

### **Underliggende årsaker til en for sterk euro.....**

I 2002 var om lag 65 prosent av verdens valutareserver i dollar. Sentralbankene i Japan, Kina, Hong Kong, Taiwan, og andre land i Sør-Øst-Asia sitter på to tredjeparter av de internasjonale valutareservene. Målt i én valuta er de samlede reservene på rundt tre trillioner dollar. Hvorfor velger de å vekte dollaren så tungt? Fordi USA er det største marked for deres eksport. Og fordi de alle har fokus på dollarkursen for sine respektive valutaer.

For amerikanske husholdninger og bedrifter sett under ett (privat sektor) var sparingen i 2004 omtrent like stor som realinvesteringene. Det betyr at privat sektor i Amerika ikke hadde ekstra sparemidler til utlån til andre sektorer. I 2004 var de statlige inntektene i USA nesten 500 milliarder dollar lavere enn statens utgifter. Siden den opplåning som staten følgelig må foreta, ikke kan skje hjemme – privat sektor har ingen ledige midler å tilby – må pengene komme fra utlandet. Måten et land låner i utlandet på er ved underskudd i handelen, ved at importen overstiger eksporten. For 2004 hadde USA et importoverskudd i samme størrelsesorden som underskuddet på statsbudsjettet. På den bakgrunn kan vi si at manglende skatteinntekten i USA ble finansiert ved sparing i andre land. Det skjer ved at andre land kjøper nye, amerikanske statsobligasjoner som er denominert i dollar.

En betydelig utenlandsk etterspørsel etter amerikanske statspapirer, til tross for lav rente, har gjort det lettere for myndighetene i USA å drive med underskuddsbudsjettering. Lav amerikansk rente gir stor innenlandsk etterspørsel i Amerika. For Kina, Japan og andre land legges forholdene til rette for økt eksport til USA. Ulempen merkes ikke før på litt sikt. Overskuddene på handelsbalansen til disse landene, som saltes ned i dollarpapirer, mister kjøpekraft i Europa når eurokursen stiger.

Spørsmålet er nå om landene i Sør-Øst-Asia vil velge å diversifisere over i andre valutaer, i første rekke euro. En svekket dollar vil i så fall bli enda svakere – og en styrket euro enda sterkere. En slik utvikling vil skape uro i handelssamkvemmet mellom Europa og USA.

## ..... hva kan gjøres med det?

Her er tre aktører og tre utfordringer.

USA må gripe tak i egen finanspolitikk. Tidligere skattelettelser bør reverseres. Samtidig må forholdene legges bedre til rette for økt sparing i husholdninger og bedrifter. Fra EU sin side blir det uttrykt stor misnøye med USAs manglende villighet til å ta de nødvendige finanspolitiske grep, dvs. heve skattene for derved å minske sitt lånebehov i utlandet. Med mindre behov for opplåning ute, blir det også mindre behov for en ytterligere svekkelse av dollaren. Ettersom en svakere dollar betyr en sterkere euro, med tilhørende problemer for industri og annen konkurranseutsatt virksomhet i Europa, er ikke dette noe urimelig krav fra EUs side.

Til dette svarer USA at problemet er på EUs banehalvdel. *Euroland* må få fart på økonomien. En arbeidsløshet på rundt ti prosent i store EU-land innebærer en enorm sløsing med ressursene. Strukturpolitiske tiltak er nødvendig. USAs underskudd i handelen med EU ville rette seg kraftig opp om EUs arbeidsledighet ble redusert. Da ville nemlig etterspørselen i Europa ta seg opp, og noe av den økte etterspørselen ville rette seg mot amerikanske varer og tjenester. Dette resonnementet fra USAs side har også åpenbart meget for seg.

Til sist, land som *Kina og Japan* må legge om sin valutapolitikk. Bindingen til dollar må opphøre. På grunn av store underskudd i utenriksøkonomien trenger USA en bedring av konkurranseevnen. Denne bedringen må komme også vis-à-vis Kina og Japan, og ikke bare i forhold til Europa. For Kinas vedkommende betyr det at man løser opp på den faste kursen på 8,28 yuan per dollar. Og Japan må stanse sine valutaintervensjoner og i stedet akseptere at egen valuta styrker seg mot dollar. Bare på den måten kan presset for en ytterligere – og meget uønsket – styrking av euro mot dollar avta.

Europa og USA går sammen i denne kritikken av Kina og Japan. Fra vestlig hold vil en appresiering av asiatiske valutaer generelt bli hilst velkommen. I grunnen er det et rimelig krav at land i Asia legger bort sin "beggart-ny-neighbor" valutapolitikk og i stedet bidrar i den tilpasningsprosessen som det nå er behov for i internasjonal økonomi.

Hvor realistisk er det med et samarbeid langs disse linjene? Med George W. Bush i Det hvite hus i fire nye år er det lite som tyder på strammere finanspolitikk gjennom høyere skatter.

Med Jacques Chirac som president blir det vanskelig å få til de nødvendige omstillinger i fransk økonomi. I Tyskland derimot har kansler Gerhard Schröder omsider grepet fatt i utfordringene med sitt Agenda 2010 program. Hensikten er et mer fleksibelt arbeidsmarked og mer markedsbestemte lønninger. Lisboa 2010, som er et fellesprogram for EU-landene med siktemål å gjøre EU til den mest konkurransekraftige regionen i verden, er det imidlertid mange som smiler av. EU har ganske enkelt ikke virkemidler sentralt å sette inn.

Og i Asia, hvordan tenker man der? Allerede i 2003 vedtok myndighetene i Kina overgang til en mer fleksibel valutakurspolitikk. Hva som ligger i dette begrepet, er litt uklart. Kinesiske myndigheter mener trolig at man vil tillate svingningsmarginer på pluss/minus noen prosent (kanskje fem?) rundt den faste kursen, dvs. en form for "managed float". Noen revaluering,

ved å fastsette ny sentralkurs mot dollar, er det neppe snakk om.<sup>2</sup> Ei heller å gjøre den kinesiske valutaen konvertibel for transaksjoner på kapitalbalansen. Før man tillater utlendinger å investere fritt i Kina og kinesere å plassere sine midler fritt i utlandet, trenger man trening i å håndtere et system der valutakursen svinger innen fastlagte rammer.

Dersom Kina skulle tillate sin valuta å styrke seg mot dollaren, er det trolig at andre land i Asia vil følge med. Om koreansk won skal ha stabil kurs mot kinesisk yuan, og Kinas valuta appresierer mot dollar, må den koreanske valutaen også styrke seg mot dollar. En slik utvikling vil EU se positivt på; presset for en ytterligere appresiering av euro mot dollar blir mindre. Således har EU og USA sammenfallende interesser i en oppmykning i asiatisk valutapolitikk.

## **Hva om evnen og viljen til politiske tiltak ikke er der?**

Hvordan vil de internasjonale kapitalmarkedene reagere om den amerikanske stat forsetter å bruke langt mer enn skatteinntektene tilsier; om arbeidsløsheten i EU nekter å falle; og om landene i Asia tviholder på sine valutakurser mot dollaren? Som Herbert Stein, formann i den amerikanske presidentens økonomiske råd fra 1972 til 1974, en gang sa: ”Hvis noe ikke kan fortsette for alltid, vil det stoppe.”

USA kan ikke fortsette med *økende* underskudd på sin handelsbalanse. Noe må gi etter. Et mulig scenario er at dollaren stuper. Fra februar 1985 og to år fremover ble dollarens internasjonale verdi halvert, fra en kurs på 3,44 mot tyske mark til 1,70. Om det samme skal gjenta seg nå, vil det bety at dollaren skal ned fra 1,21 euro per dollar (oktober 2000) til 0,59 euro per dollar (dvs. 1,69 dollar per euro). Med forventninger om slik svekkelse av dollaren, blir det fristende for land i Asia å endre sammensetningen av sine valutaeserver nå; ut av dollar og inn i euro. Og inn i yen, sveitserfranc, pund og kroner (svenske, norske og islandske). Et slikt tenkesett vil sette fart på dollarnedgangen. USA vil neppe ha noe i mot en slik utvikling.

Svekket dollar og mindre appetitt i utlandet for å kjøpe amerikanske statspapirer, vil tvinge frem en renteøkning på slike papirer. I USA vil høyere rente bety redusert etterspørsel i privat sektor; husholdninger og bedrifter vil øke sin sparing. I offentlig sektor vil man bli mer opptatt av å begrense budsjettunderskuddene; høyere renter gjør det dyrere å ta opp nye statslån. Samlet innenlandsk etterspørsel går ned. En ikke ubetydelig avmatning i amerikansk økonomi kan lett bli resultatet.<sup>3</sup> Om imidlertid eksporten tar seg kraftig opp i kjølvannet av en svakere dollar, vil det bidra til å holde amerikansk aktivitetsnivå og sysselsetting oppe.

Hvorvidt amerikansk eksport vil erfare en markant oppgang, er avhengig av at etterspørselen i andre deler av verden øker. Vil Kina, som i dag har en veksttakt på rundt ni prosent, kunne øke sin etterspørsel ytterligere? Vil EU som har en BNP-vekst på under to prosent, makte å generere økt sysselsetting, vekst i privat forbruk og økte private investeringer? Og hva med Japan? Vil veksten, som omsider ser ut til å ha kommet i gang der, fortsette?

---

<sup>2</sup> En revaluering på 10 % ville bety at prisen på dollar ble redusert fra 8,28 yuan til 7,45 yuan. Hva som *kan* være aktuelt er å låse den kinesiske valutaen til en kurv av andre valutaer, f. eks. en tredjepart av hver av de tre store valutaene; dollar, euro og yen.

<sup>3</sup> Se “The Unsustainable US Current Account Position Revisited”, NBER working paper 10869, October, 2004, av M. Obstfeld & K. Rogoff, på <http://www.nber.org/papers/w10869>.

Februar 2005

## KINESISKE BANKER PÅ RANDEN?

---

**I kinesiske banker utgjør andelen lån som ikke betjenes, dvs. som det ikke betales renter og avdrag på, om lag 25 % av samlede utlån. Hva skyldes den enorme mengden med "non-performing loans" i kinesiske banker? En arv fra det planøkonomiske eksperimentet. For kinesiske banker er det en stor utfordring å prise risikoen riktig. Utenlandske banker som strategiske investorer i kinesiske banker, med tilhørende børsnotering, vil gi bedre "corporate governance". Et velfungerende bankvesen med god soliditet og med evne og erfaring til å håndtere overraskende svingninger i renter og valutakurs må på plass før man åpner opp for frie kapitalbevegelser ut og inn av Kina.<sup>4</sup>**

---

### **Kina har kanskje verdens største bankvesen .....**

Ved utgangen av 2003 tilsvarte samlede bankinnskudd i Kina 178 % av BNP.<sup>5</sup> Målt på denne måten har Kina trolig verdens største bankvesen. Siden folk til de grader velger å spare i bank, er det trolig en utbredt tillit til at kjøpekraften av de sparte midlene holder seg over tid. Ved lav inflasjon bevarer pengene sin kjøpekraft innenlands. Ved fast valutakurs (mot dollar) bevarer pengene sin kjøpekraft utenlands.

At yuan har holdt stabil verdi mot dollar, verdens nøkkelvaluta, siden 1995, er et kvalitetsstempel på den kinesiske valutaen. Tenk bare på rubelen – hvordan den jevne russer gjentatte ganger er blitt robbet ved rask prisstigning og svekket valuta. Når myndighetene i et land tar seddelpressen i bruk for å finansiere økte utgifter, kan resultatet lett bli galopperende inflasjon på hjemmebane, og svekket valuta på borteane.

En betingelse til må være oppfylt for at folk skal være komfortable med å spare i bank – ro for at pengene kan tas ut når man selv ønsker. I kinesiske banker utgjør andelen lån som ikke betjenes, dvs. som det ikke betales renter og avdrag på, om lag 25 % av samlede utlån. Det er mer enn ti ganger så mye som i vestlige land. Hvorfor er da ikke folk mer engstelige for at banker skal gå konkurs, og at egne innskudd skal bli verdiløse? Fordi den makroøkonomiske og sosiale ustabilitet som ville følge i kjølvannet av omfattende bankkonkurser, ville være en langt større belastning for myndighetene enn innfrielse av den implisitte garantien de har gitt på kineseres bankinnskudd.

---

<sup>4</sup> Mer om utviklingen i Kina i mitt notat: <http://home.bi.no/fag87025/pdf/Kina.pdf>

<sup>5</sup> Se S. Barnett (2004), "Banking sector developments", i *IMF Occasional Paper* No. 232.

Som innskyttere kan altså kineserne være rolig for sine bankinnskudd. Som skattebetaler derimot har de større grunn til bekymring. Regningen for redningsaksjoner av banker som ellers ville fallert, må finansieres av det offentlige. Og hvordan skjer det? Ved at myndighetene, gjennom økte skatter, tar inn mer penger.

#### **..... men ikke det mest solide**

Hva skyldes den enorme mengden med ”non-performing loans” i kinesiske banker? Gamle synder, kunne man si; en arv fra det planøkonomiske eksperimentet. Under et planøkonomisk system blir produksjonen i den enkelte bedrift bestemt av byråkratiet. Strømmer av innsatsfaktorer, råvarer, halvfabrikata og ferdigvarer blir styrt fra sentralt hold. Med staten som eier av alle produksjonsmidlene, blir det ikke behov for betaling bedriftene imellom. Egentlig er det bare behov for penger til avlønning av arbeidskraften.

Når statseide selskap mottok lån fra statseide banker, ble pengene i familien. Med samme eier er det ikke så nøye med betjeningen av lån. De ble snarere sett på som overføringer eller subsidier som ikke skulle betales tilbake.

Med overgangen fra plan til marked som startet på slutten av 1970-tallet, ble statseide banker og statseide foretak selvstendige juridiske subjekter. Selv om staten fremdeles stod som eier, skulle samhandlingen mellom dem skje på forretningsmessige vilkår. Men gammel vane vond å vende. Tradisjon og kutyme, samt lokale banksjefers lojalitet mot lokale partipamper og foretak, snarere enn mot bankens ledelse i Beijing eller Shanghai, har gjort det vanskelig å få til den ønskede utviklingen i det kinesiske bankvesen. På den bakgrunn forstår vi bedre den positive holdningen Liu Mingkan, sjefen for det kinesiske Kredittilsynet, har til utenlandske eierskap i kinesiske statsbanker. I *Financial Times* 7. desember 2004 sier han:

”Utenlandske eierinteresser i kinesiske statsbanker – gjennom emisjoner på børsene i Hong Kong og New York – er et våpen for å drepe byråkratiet, styrke innsynet og informasjonstilgangen, og å gjøre overvåkingen av bankene bedre.”

Det er fire store statseide banker.<sup>6</sup> De har til sammen vel 60 % av alle bankinnskuddene. I første omgang er det snakk om å ta de to minste av disse (nemlig China Construction Bank og Bank of China) på børs. Bank of China (som ikke må forveksles med landets sentralbank, People’s Bank of China) har 230.000 ansatte. Her jobber man rent konkret med å få inn som strategisk investor en utenlandsk bank som UBS, Citibank eller Deutsche Bank. For tiden går revisjonsselskapet PriceWaterhouseCoopers nøye gjennom bøkene til Bank of China. Det er en forutsetning for å ta den på børs.

Gjennom 2004 ble andelen av lån som ikke betjenes i Bank of China, redusert fra 17,8 % til 4,6 %. Imidlertid kan man frykte at dette tallet vil stige om den økonomiske veksten i Kina skulle falle markant, eller helt stanse opp. Den meget sterke utlånsøkningen som fant sted gjennom 2002 og 2003, inneholder trolig mange engasjementer det kan vise seg vanskelig å betjene i dårligere tider.

---

<sup>6</sup> Communication Bank heter den femte største banken i Kina. Den er allerede organisert som et aksjeselskap. I 2004 kjøpte HSBC 19,9 % av denne banken. Det vil føre til bedre kredittvurderinger, riktigere prising av risiko og bedre evne til å inndrive fordringer.



## For mye investeringer kan føre til bankkrise

I et land med en investeringsrate på over 40 %, som Kina, ville man forvente at en del av finansieringen kom utenfra. Rent bokholdermessig ville det kreve underskudd på driftsbalansen med utlandet. Men kinesere sparer ufattelig mye. Nok til å finansiere egne investeringer. Ja, det blir sågar litt til overs slik at Kina kan bygge opp fordringer på andre land.

I juli 1997 måtte Thailand gi opp sin faste kurs mot dollar. I løpet av noen måneder steg prisen på dollar fra 25 thailandske baht til over 50. Andre land ble trukket inn i det som snart fikk betegnelsen Asia-krisen. Koreanske won, indonesiske rupi, malaysiske ringgit og filippinske peso opplevde dramatiske svekkelser mot dollar.

I Thailand midt på 1990-tallet hadde man en tilsvarende høy investeringsrate som den Kina har i dag. Men lønnsomheten var ikke alltid like god. Da en valutakrise rammet landet sommeren 1997, gikk det opp for folk at investeringstakten i Thailand hadde vært alt for høy. Mange prosjekter var rene tapsslukene. Banker som hadde lånt ut sine penger, fikk problemer. En valutakrise ble til en bankkrise. Og deretter til en økonomisk krise med negativ vekst i økonomien i flere år.

Bygges det fabrikker, hoteller, veier og flyplasser i Kina i dag som bare i begrenset grad vil bli tatt i bruk? Står Kina i fare for å begå en tilsvarende tabbe som den Thailand gjorde for ti år siden, nemlig å overinvestere? I et notat fra november 2004 hevder Goldstein & Lardy at det ikke finnes eksempel på noe land som i flere år på rad har hatt en så høy investeringsrate som det Kina nå har.<sup>7</sup> Rent konkret trekker de frem investeringer i bilproduksjon. General Motors og Volkswagen planlegger å øke sin kapasitet til tre millioner biler pr. år innen 2007. Det er 50 % mer enn det samlede marked i 2003. Dessuten ekspanderer mange andre som BMW, Honda, Toyota og Hyundai, i tillegg til noen kinesiske bilprodusenter. Når vi vet at bilsalget i Kina økte med 70 % i 2003, men at salget i september 2004 var lavere enn i samme måned året før, kan man frykte at bilbransjen i løpet av et par år vil kunne oppleve en skikkelig priskrig og tomme fabrikker.

Også i stålbransjen frykter Goldstein & Lardy at kapasiteten bygges for raskt ut. En høy investeringsrate, etterfulgt av en lav utnyttelsesgrad, er en sikker oppskrift på en bankkrise.

## Riktig prising av risiko og mer lån til privat sektor

Når myndighetene setter tak på utlånsrenten, er det lite poeng for banker å låne ut midler til private foretak der det er en viss risiko for ikke å få dem tilbake. Bedre da å la statseide foretak få de midlene de ber om – tilbakebetaling er garantert av eieren. I oktober 2004 hevet sentralbanken i Kina signalrenten fra 1,98 % til 2,25 %. Kanskje viktigere var beslutningen om å ta bort tak på utlånsrenter. Profittmaksimerende banker får dermed incentiv til å låne ut mer av sine midler til private foretak og mindre til statlige foretak. Over tid kan det vanskelig tenkes å ha annet enn en stimulerende virkning på den økonomiske veksten.

---

<sup>7</sup> Se "What Kind of Landing for the Chinese Economy?" av Morris Goldstein & Nicolas R. Lardy, Number PB04-7, fra Institute for International Economics, 2004.

I Kina er eiendomsretten til produksjonsmidlene – og til boliger – av temmelig ny dato. Det betyr liten erfaring med pant som sikkerhet for lån. Om risikofylte prosjekt ikke kan stille sikkerhet, vil all risikoen ved prosjektet måtte prises inn i renten. For kinesiske banker er det en stor utfordring både å prise risikoen riktig og beslutte hvilke av de mulige prosjektene som skal tilbys finansiering. Med særdeles begrenset erfaring på disse områdene er det verdifullt å kunne trekke på andres erfaring og lære av det. Utenlandske banker som strategiske investorer i kinesiske banker, vil gi bedre kredittvurderinger.

Ved utgangen av 2006 – dvs. fem år etter Kinas inntreden i WTO – vil utenlandske banker fritt kunne etablere seg i landet. Kinesiske banker må skjerpe seg kraftig for å møte konkurransen som kommer. WTO-medlemskap virker som en pådriver for strukturendringer i kinesisk bankvesen.

Mange land ønsker utenlandske direkteinvesteringer velkomne pga. den kapitalen som tilføres landet, dvs. *kvantitet* står i fokus. Med Kinas høye sparerate er det ingen mangel på kapital. *Kvalitet* står her i fokus, dvs. hvilke prosjekter skal realiseres? Kinas ønske om utenlandske bedrifters etableringer i landet må sees i sammenheng med et dårlig fungerende bankvesen. Kvaliteten på de prosjektene som settes ut i livet, kan det ofte være bedre å la utenlandske forretningsfolk bestemme, gjennom de direkteinvesteringer utenlandske selskap foretar, enn innenlandske bankfolk.

Et bedre fungerende bankvesen er meget viktig om den økonomiske veksten i Kina skal holde frem. Fred Hu i den amerikanske investeringsbanken Goldman Sachs sier det slik:

”Den største faren for veksten i Kina, er at bankene fortsetter sin usunne utlånspolitikk og elendige risikostyring.”

For å få bedre styring – eller ”corporate governance” – i bankene arbeides det nå målbevisst med å få utenlandske strategiske investorer, som Citibank og Deutsche Bank, inn på eiersiden i de store statseide bankene.

## **Vil kineserne åpne opp for frie kapitalbevegelser?**

Kina sparer nok til å finansiere egne investeringer. Å åpne opp for kortsiktige transaksjoner på kapitalbalansen har lite for seg nå. Vi minner om Thailands erfaringer. Da aksjekurser og eiendomspriser falt, trakk utlendingene ut sine midler av landet. Først solgte de unna aksjer og fast eiendom, noe som bidrog til å forsterke prisfallet. I neste omgang solgte de baht mot dollar. Dermed svekket også valutaen seg. Ytterligere problemer fikk bankene i Thailand ved at kortsiktige innlån i utenlandsk valuta ikke lot seg fornye. På toppen av dette kom det faktum at mye av disse midlene var gått til finansiering av langsiktige utlån i egen valuta. Bankens ”mismatch” både på valuta og på løpetid gjorde at valutakrisen gikk over til en bankkrise.

For Kina er lærdommen fra Asia-krisen klar: Et velfungerende bankvesen med god soliditet og med god evne og erfaring til å håndtere overraskende svingninger i ulike priser må først på plass før man åpner opp for frie kapitalbevegelser. En gradvis liberalisering ligger i kortene. Eller som kineserne selv sier; ”Feeling the stones while crossing the river.”

# MÅNEDSBREVET

Mars 2005

## INFLASJONSSTYRING – HVA ER DET?

---

**Inflasjonsstyring betyr at pengepolitikken innrettes med sikte på å oppnå en bestemt innenlandsk prisstigning, vanligvis mellom 1 og 3 prosent pr. år. Dess lenger tid en sentralbank er villig til å bruke før forventet inflasjon er på ønsket nivå, dess mer vekt legger banken på utviklingen i produksjon og sysselsetting. Det påhviler sentralbanken et stort ansvar å forklare hva den gjør og hvorfor. Partene i arbeidslivet må ta inn over seg inflasjonsmålet. Med et veletablert inflasjonsmål, som folk har tillit til, vil svingninger i nominelle rente gi klare virkninger på forventet realrente.**

---

Pengepolitikk basert på inflasjonsstyring er tidens løsen. Sentralbanken skal ta sikte på å innfri et på forhånd fastsatt mål for prisstigningen. Banken må ha frihet til å føre den politikken som skal til, for å nå målet. Det påhviler sentralbanken åpent og ærlig å redegjøre for sin virksomhet, herunder hva den vil gjøre når det pålagte inflasjonsmål ikke innfries.

### **Inflasjonsstyring som en ramme – ingen fast regel**

Ben Bernanke, som er medlem av hovedstyret i Federal Reserve (den amerikanske sentralbanken), ser inflasjonsstyring som en *ramme* for pengepolitikken – ikke en fastspikret regel der renten utelukkende settes med sikte på å nå målet for den årlige prisstigningen.<sup>8</sup> Om kjapp innfrielse av inflasjonsmålet forventes å føre til klart økende arbeidsløshet og synkende produksjon, må sentralbanken, når renten skal fastsettes, avveie motstridende mål mot hverandre. Dess lenger tid en sentralbank er villig til å bruke før forventet inflasjon er på ønsket nivå, dess mer vekt legger banken på utviklingen i produksjon og sysselsetting.

Et lands økonomi er stadig utsatt for uforutsette begivenheter – eller sjokk. Vi skal her se på tre slike, og drøfte hvordan en ”inflasjonsstyrende” sentralbank kan tenkes å agere.

- En overraskende økning i offentlige utgifter blir gjerne betegnet som et *positivt sjokk på etterspørselssiden* (ikke fordi denne utgiftsøkningen nødvendigvis er positiv – derom vil meningene være delte – men fordi den samlede etterspørselen i samfunnet øker). Når offentlig sektor kjøper mer, drives prisene opp. Med inflasjonsmål for

---

<sup>8</sup> For en usedvanlig god diskusjon av hva inflasjonsstyring er, se Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August 2004. Her er linken: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/past/2004/>

pengepolitikken skal renten settes opp. Høyere rente vil også være passende fordi presset i økonomien ellers vil bli for stort.

- For de fleste land i verden betyr økte oljepriser et *negativt sjokk på tilbudssiden*. Høyere oljepris er en stimulan til inflasjon. Sentralbanken første innskytelse blir å *sette renten opp*. Men høyere oljepris kan sees som en skatt for oljeimporterende land. Høyere skatt, vet vi, demper etterspørselen i samfunnet. Det blir behov for *lavere rente* for å holde produksjon og sysselsetting oppe. Dess større vekt man legger på en rask innfrielse av inflasjonsmålet, dess mindre sannsynlig er det at renten settes ned.
- En annen type *negativt sjokk på tilbudssiden* har vi når partene i arbeidslivet blir enige om større lønnsøkninger enn hva som er forenlig med inflasjonsmålet. Hva skal da en stakkars sentralbanksjef gjøre? *Hever han renten* for å dempe inflasjonen, legges det sten til byrden for bedriftene; ikke bare lønnskostnadene stiger, kapitalkostnadene går også opp. *Senker han renten* for dermed å gi en lettelse på utgiftssiden, vil prisstigningen trolig overskride inflasjonsmålet med klar margin og over lang tid.

Mens en oljeprisøkning er en begivenhet utenfor landets grenser, er høyere lønnsutgifter en egenprodusert hendelse. Dessuten er lønnsoppgjør ingen engangsbegivenhet. Sentralbanken kan derfor finne det hensiktsmessig i forkant ”å gjøre sitt reaksjonsmønster kjent”, dvs. gjøre det klart at lønnsøkninger utover hva som er forenlig med inflasjonsmålet, vil bli møtt med høyere rente. Når banken har sagt A, må den også si B. Om lønnsøkningene går over støvleskaftene, må banken sette renten opp. Produksjonen stagnerer og arbeidsløsheten øker. Ved neste korsvei vil partene i arbeidslivet trolig enes om lønnsfastsettelsen som er mer i tråd med hva inflasjonsmålet tilsier.

Det påhviler sentralbanken et stort ansvar å forklare hva den gjør og hvorfor den gjør det den gjør. Etter hvert som de ulike aktørene i økonomien lærer å tolke sentralbankens ord og handlinger, og etter hvert som sentralbanken selv vinner økt innsikt og erfaring, bedres forutsigbarheten. Det gir mer rasjonelle beslutninger og bedre økonomisk tilpasning.

## **New Zealand var først ute .....**

I 1990 var New Zealand forsynt. Med hva? Med all den uroen som egen pengepolitikk klarte å skape for øyrikets økonomiske utvikling. Man gikk i tenkeboksen. Hvilke alternativer har vi når det gjelder innretningen av vårt pengesystem? Tre muligheter fortjener nøyere gransking:

- Fast valutakurs
- Fast og kjent vekst i pengemengden
- Mål for prisstigningen

De to første alternativene har begge den fordelen at de er lette å forstå og å etterprøve. Sentralbankens behov for å kommunisere med markedet blir lite. Med inflasjonsstyring er det rom for avvik fra målet underveis. Hvor godt en sentralbank innfrir det pålagte mål, vet man ikke før etter et par år – dvs. den tiden det tar før endring i renten i dag har fullt utslag på prisene. Sentralbanker som går over til inflasjonsmål, får således et mye større forklarings- eller kommunikasjonsbehov enn hva de tidligere hadde.

Med fast kurs må satelittlandene legge seg på om lag samme inflasjonstakt som ankervalutalandet har. For Tyskland, med sin store antipati mot inflasjon, var det ikke akseptabelt at Amerika på slutten av 1960-tallet godtok stadig tiltakende prisstigning. I 1973 gikk etterkrigstidens fastkurssystemet (Bretton Woods) i oppløsning.

Milton Friedman, som fikk Nobelprisen i økonomi i 1976, la vekt på at det tar tid før pengepolitikk virker på produksjon og priser. En aktiv pengepolitikk som er ment å stabilisere utviklingen, kan lett komme til å virke motsatt. Snarere enn å prøve å finstyre økonomien, bør sentralbanker se til at den nominelle pengemengden hvert år vokser forutsigbart og jevnt, f. eks. med fire prosent. Om folks behov for å ha penger – dvs. bankinnskudd og kontanter – svinger over tid, vil en fast tilførsel av ny likviditet gi opphav til skiftninger i renten. Slike skiftninger opplevde man på 1980-tallet. Og Friedmans monetarisme kom i miskreditt.

Men hva da med inflasjonsstyring, tenkte man i New Zealand, er ikke det en god basis for pengepolitikken? Med et eget pengevesen bestemmer sentralbanken seddel- eller pengemengden. Om man tilfører for mye penger, vil verdien av dem synke, dvs. det generelle prisnivået vil stige. Med for lite sedler i omløp vil prisene synke. Da må det jo være en perfekt oppgave for den institusjon som har ansvar for pengeutstedelsen, også å ha ansvaret for utviklingen av det generelle prisnivået, dvs. for inflasjonen! I stedet for å holde *den eksterne verdien* av landets valuta fast mot et annet lands valuta, la oss holde *den innenlandske verdien* av våre penger rimelig stabil. Og snarere enn holde konstant vekst på pengemengden, la oss tilføre hva som synes passende ut fra målet om over tid å stabilisere takten i prisstigningen.

### **... men andre land kom raskt etter**

Sverige, Canada og Australia fulgte raskt etter med å etablere inflasjonsmål for sin pengepolitikk. Sverige, etter å ha satt rekord med dagsrente på lån i Riksbanken på 500 %. Senere gikk bl.a. England, Island og Norge over til inflasjonsmål. I dag regner man med at 21 land praktiserer "Inflation Targeting". I tillegg kommer USA som har en mildere og mer upresis form for inflasjonsstyring: Noe tallfestet inflasjonsmål er ikke etablert samtidig som høy sysselsetting er sideordnet mål på linje med inflasjon for Federal Reserve. Den europeiske sentralbanken har også et mandat som ligger nært opp til inflasjonsstyring.

Men går det an å ha to mål med bare ett virkemiddel? Selv om pengepolitikk på lang sikt bare virker på prisnivå, er det klart at på kort sikt vil endring i renten påvirke realøkonomien. Mens Friedman mente at avveiningen på kort sikt om noe raskere inflasjon mot noe større produksjon ikke lot seg utnytte, er de ledende monetære økonomer av i dag av en annen oppfatning. Med et veletablert inflasjonsmål, som folk har tillit til vil gjelde og vil bli innfridd også i fremtiden, vil svingninger i nominelle rente gi klare virkninger på forventet realrente.

Har land med inflasjonsstyring gjort det merkbart bedre rent økonomisk enn andre land? Det er for tidlig å si. En ting kan vi imidlertid konstatere. For land med inflasjonsmål er det langt mindre tendens til at en engangsøkning i prisnivået fører til en lønns- og prisspiral. Partene i arbeidsmarkedet tilpasser seg det inflasjonsmålet sentralbanken styrer etter.

En bekymring gjør seg også gjeldende; vil man stå i fare for å vektlegge for sterkt innfrielsen av inflasjonsmålet, slik at hensynet til den realøkonomiske utviklingen på kort sikt blir mindre godt ivaretatt? Eller har vi allerede sett en utviklingen i en litt annen retning; nemlig at sentralbanker som er flinke til å holde stabil utvikling i produksjon og sysselsetting, men som bommer ensidig og lenge på inflasjonsmålet, over tid vektlegger inflasjonsmålet for lite?

## **Nærmere om sentralbankers kommunikasjon .....**

God kommunikasjon krever ærlighet. Det å innrømme at man har tatt feil eller at man nå ser tingene på en litt annen måte enn før, er vel ikke akkurat hva politikere eller sentralbankfolk er kjent for. Og kanskje skal de heller ikke være det. På den annen side, når meninger og vurderinger byttes ut, er det fint om de gamle kan stilles opp ved siden av de nye. Da vil folket klart se forskjellene. Kommunikasjonen blir klar og god.

En dyktig inflasjonsstyrende sentralbank bedriver kommunikasjon på mange nivåer, med mange ulike adressater. Oversiktlige avisartikler beregnet på den nysgjerrige menigmann og taler av sentralbankdirektører i ulike fora, som samtidig legges ut på internett, er viktige kanaler for kommunikasjon.

Pressemeldinger etter rentemøter, gjerne etterfulgt av pressekonferanser, er ikke uvanlig. Hva gjelder offentliggjøring av referat etter rentemøter i sentralbankens besluttende organ, er praksis her svært forskjellig. Noen banker legger ut referat kort tid etter. I Bank of England blir også stemmegivningen til den enkelte gjort kjent. Andre sentralbanker holde kortene tettere inn til brystet. Referatene blir først offentlig tilgjengelige etter et tiår eller mer.

Kvartalsvise inflasjonsrapporter der eksperter i bank- og finansvesen er en viktig lesergruppe, og der det i detalj redegjøres for den økonomiske utviklingen så langt og for utsiktene fremover, er en annen kanal mange sentralbanker legger mye arbeid i. Sentralbanken i New Zealand legger i sin anslag inn den rentebanen banken selv finner mest sannsynlige. Andre land, som er engstelige for at en slik rentebane skal virke begrensende på egen handlefrihet, kan finne det hensiktsmessig i stedet å kommentere den renteutviklingen som er priset inn i markedet – de såkalte terminrentene.

## **..... og om uenighet innen sentralbanker**

Som nevnt har ikke USAs sentralbank et rent inflasjonsmål. Imidlertid diskuteres innføring av det. Uansett vil det ikke skje før Alan Greenspan går av ut på nyåret 2006, en måneds tid før han fyller 80 år. "A specific numerical inflation target would represent an unhelpful and false precision", er hans mening.

Andre, som tidligere nevnte Ben Bernanke, er av en annen oppfatning. Et inflasjonsmål for Fed vil gi et klarere ankerfeste for pengepolitikken, mener han. Donald L. Kohn, også han er medlem av styret i Fed, holder med Greenspan. Den marginale gevinsten ved å endre et system som fungerer godt, er per definisjon liten, sier Kohn. De som vil ha en endring, har "a high burden of proof".

Hva som kanskje er vel så interessant, og egentlig overraskende, er at ulike meninger som medlemmer av styret i Fed kan ha, flagges i det offentlige rom. Medlemmene i komiteen som fastsetter den korte renten i Amerika, sier Donald Kohn, "have diverse views and the Committee has been operating in an environment in which members are free to express those views – in sharp contrast to some earlier eras."

# MÅNEDSBREVET

April 2005

## MEN STABILITETSPAKTEN VAR IKKE DØD

---

**Stabilitets- og vekstpakten som ble vedtatt av EU-landene i 1997, er nylig blitt oppmyket og revidert. Fordi verken Frankrike eller Tyskland brydde seg særlig mye om å holde underskuddene i statsfinansene innen de vedtatte rammer, var det ikke annet å gjøre enn å endre rammene. Media har fremstilt endringen i Stabilitetspakten som om hele pakten er kastet på båten. Det er feil. Kravene om over tid å ha balanse i de offentlige finansene, står ved lag. Imidlertid har man gjort regelverket mer fleksibelt, både ved å dempe kravene til hvor dårlig det skal stå til i økonomien før man gis anledning til å overskride grensen for tillatte underskudd i statsfinansene, og ved at tiden for at statsfinansene atter skal bringes i orden, er strukket noe ut.**

---

Klart det er kjekt for oss nordmenn (og andre) å kunne reise på ferie i 12 EU-land og hele veien benytte den samme pengeenheten. Men hvor lurt er det for det enkelte land ikke lenger selv å ha en egen valuta for således å kunne bestemme sin egen rente? Og hvor hensiktsmessig er det å bli med på felles mynt når deltakelse her legger sterke begrensninger på finanspolitikken? Felles europeisk valuta, tror jeg det er riktig å si, er i første rekke et *politisk* prosjekt, der siktemålet er et stadig mer fasttømt og enhetlig kontinent. Hvor vellykket dette prosjektet er, vil det enda gå lang tid før vi kan gi noe klart svar på.<sup>9</sup>

### Bakgrunn

I Maastricht-traktaten fra desember 1991 ble det stilt klare krav for deltakelse i den planlagte pengeunionen i Europa. Ikke bare til monetære variable som valutakurs, inflasjon og renter, men også til finanspolitiske størrelser som statlig gjeld og statlige underskudd. Mer presist, bruttogjelden på det offentliges hånd skulle ikke overstige 60 % av BNP og underskuddet på statsbudsjettet skulle holdes under 3 %. Om statsgjelden var større, kunne man likevel bli med på Økonomisk og Monetær Union (ØMU), dersom gjeldsgraden var i fin fart på vei nedover. Dermed kunne Italia og Belgia også være med da euroen ble innført ved nyttår 1999. Hellas derimot, ble først sluppet inn i 2001. I ettertid på feil premisser, skulle det vise seg. Grekerne hadde jukset med tallene. Jukse ser det ut til at Italia også gjør. I Financial Times 13. april i år

---

<sup>9</sup> "Hvilke konsekvenser har den franske revolusjonen hatt?" ble den kinesiske kommunistleder Chou En Lai en gang spurt. Hvortil han skal ha svart: "Det er for tidlig å si." Trolig trenger vi ikke så lang tid for å avgjøre hvorvidt Stabilitetspakten i EU er vellykket eller ei.

heter det at Kommisjonen trolig vil konkludere med at Italia har underrapport tidligere underskudd på statsbudsjettet.

Tyskland, med sin stabilitetsorienterte politikk, ivret for at kravene om 3 % og 60 % ikke bare skulle være en "inngangsbillett" til ØMU, men at de skulle fortsette å gjelde etter at euroen var tatt i bruk. Ved EUs toppmøte i Amsterdam i juni 1997 ble det enighet om en Stabilitets- og Vekstpakten. Den skulle gjelde for *alle EU-land*. Her er kravene om 3 % og 60 % skrevet inn, samt nærmere regler for hvordan håndtere en situasjon der disse ikke innfris.

For *Euroland* som overskrider de gitte grensene, og som heller ikke retter opp situasjonen innen tre år, kan bøtelegging komme på tale. Tysklands krav om en automatikk i bøtelegging vant ikke frem. Franskmennene som ønsket en politisk vurdering før eventuelle sanksjoner settes i verk, fikk det som de ville. I ettertid – som vi snart skal se – til glede for Tyskland.

For *EU-land som ikke er med på felles mynt*, og som bryter reglene for sunn finanspolitikk, er sanksjonene begrenset til "peer pressure", dvs. at Kommisjonen og ECOFIN (som består av EU-landens finansministre) legger press på gjenstridige lands myndigheter, i håp om at det skal bidra til nødvendig skjerpning i det offentlige husholdning med egne midler.

## **Hva er vitsen med Stabilitetspakten?**

I et land med egen valuta vil store offentlige lån bidra til å presse renten opp. Det blir da mer kostbart for staten å refinansiere eksisterende gjeld og dyrere å ta opp nye lån. Det virker som et klart incentiv til å begrense statlige låneopptak. Videre blir det behov for en påholden finanspolitikk om myndighetene ønsker å stimulere økonomien gjennom lavere renter.

I det store, felles kapitalmarkedet som de 12 Eurolandene nå utgjør, vil ikke en ekspansiv finanspolitikk, la oss si i Italia, bety mye for den felles renten. Økte statlige låneopptak i Italia vil kanskje presse eurorenten opp noen punkter, men ikke verre enn at Italia kan se seg tjent med en slik politikk. Den beskjedne økningen i markedsrenten vil imidlertid ramme de 11 andre Eurolandene også. Det enkelte land kan dermed fristes til å gjøre noe som er lurt for seg selv, men ikke for helheten. På denne bakgrunn blir det rimelig med regler som begrenser det enkelte Eurolands handlefrihet i finanspolitikken.

Parallellen til USA er klar. I alle delstatene, bortsett fra Vermont, er det lagt begrensninger på adgangen de offentlige myndighetene har til å ta opp lån. Felles dollar og en felles basis for rentenivået. Ingen skal "free ride" på de andres bekostning.

## **Tyskland og Frankrike bryter pakten .....**

I 1999 og 2000 gikk det godt for Eurolandene. Med en realøkonomisk vekst på 3-4 % lå forholdene til rette for en konsolidering av de offentlige finansene. Men Frankrike og Tyskland kjente ikke sin besøkelsestid. Ved ikke å bygge opp en buffer i gode tider, ble underskuddene i de dårlige større enn de tillatte. På høsten 2003 var det klart at de to største EU-landene i 2004 ville bryte 3 % regelen for tredje året på rad. Prosedyren for håndteringen av en slik situasjon pekte i retning av bøter, i første omgang i form av rentefrie innskudd i Den europeiske sentralbanken. Men politikerne ville det annerledes. I november 2003 bestemte ECOFIN (finansministerne i EU) at prosedyren skulle avblåses. Å bøtelegge



Tyskland som er største netto bidragsyter til EUs felleskasse, ble for drøyt. Dessuten ville en bot ytterligere forverre det underliggende problem, nemlig svake statsfinanser. Behovet for endringer i regelverket tvang seg frem.

### **.... men snarere enn å bruke bøter, blir pakten endret**

Den 21. mars i år forelå det 19-siders notatet "Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact" som gir nye regler for finanspolitikken i EU-landene. Basert på oppslag i media skulle man tro at hele pakten nå er hevet på båten. Det er langt fra tilfelle. Tallene 3 % og 60 % står fast.

I samarbeid med Kommisjonen skal det legges årlige planer og mål for finanspolitikken fremover for hvert enkelt land. En oppmykning på flere viktige områder har her funnet sted. La oss se på noen viktige elementene:

- Sterkere fokus på å styrke de offentlige budsjettene i gode tider
- Land som går over til delvis fondering av pensjoner, skal gis anledning til større underskudd over noen år
- Tiltak som styrker "unification" i Europa skal vurderes spesielt
- Utgifter til forskning og utvikling, og til investeringer som på lang sikt vil bidra til å styrke de offentlige finansene, skal vurderes spesielt

Ved individuell fondering av pensjoner – kfr. det andre kulepunktet over – blir det et inntektsbortfall på statens hånd. Men dette er utelukkende en regnskapsmessig konsekvens. Rent realøkonomisk gir fondering en stødigere finanspolitikk på sikt. Når man i Stabilitetspakten nå tar hensyn til dette, blir det lettere for Polen og Ungarn å holde fast på planen om å ta euroen i bruk i løpet av fire-fem år.

I 1990 ble Øst-Tyskland innlemmet i Vest-Tyskland. Siden den tid har Tyskland hvert år måttet la om lag 4 % av BNP gå som statlige overføringer til de fem tidligere øst-tyske Länder. Kulepunkt tre i listen over gir rom for at disse utgiftene blir særskilt vurdert når EU-Kommisjonen skal analysere tysk finanspolitikk.

Ved disse mer fleksible reglene kan det bli rom for midlertidig økning i underskuddet på de offentlige budsjettene til litt utover 3 % av verdiskapningen i landet, kanskje til 3,5 eller opp mot 4,0 %. Pakten er blitt noe mer fleksibel. Men ikke dermed verdiløs eller død. Som finansministeren i Østerrike sa det; vi har unngått at underskudd på 5, 6 eller 7 % av BNP kan tolereres.

Viktigere, i hvert fall på kort sikt, er oppmykningen på to andre felt.

- Før kunne et land fravike kravet om 3 % dersom veksten i økonomien et år er på minus to prosent. Nå er fravær av vekst tilstrekkelig for midlertidig å unngå 3 % kravet.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Dersom den økonomiske veksten i et land over en lengre periode skulle ligge under den potensielle, vil dette også kunne gi grunnlag for å fravike 3 % reglen. Selv om veksten er positiv.

- Om uheldige uforutsette hendelser skulle inntreffe etter at tiltak er satt i verk for å rette opp en uholdbar finanspolitisk situasjon, kan landet få forlenget tiden det har før forholdene atter er brakt i orden.

Høsten 2006 er det valg i Tyskland. Det nye regelverket sikrer at kansler Gerhard Schröder neppe får noe problem med EU hva gjelder egen finanspolitikk frem til valget er over.

## **Kan Den europeiske sentralbanken (ESB) gjøre noe?**

Ikke overraskende er Jean-Claude Trichet, sjefen for ESB, lite glad for oppmykningen av Stabilitetspakten. Men kan han gjøre noe med det?

Om italienske statsobligasjoner hadde hatt en klart høyere rente enn nederlandske, fordi sjansen for at Italia ikke skal makte å betjene sin statsgjeld ble vurdert som tilsvarende større, ville mye vært vunnet. Italia ville da fått et eget incitament til en mer nøktern finanspolitikk. Så lenge markedet tror at dersom Italia skulle få problemer med å betjene sin statsgjeld, vil ESB i siste omgang gripe inn, blir det ikke store risikoen og heller ikke store renteforskjellen.

Om ESB flagget sitt syn på kvaliteten av de ulike lands statspapirer ved å forlange større sikkerhet ved markedsoperasjoner i dårlige papirer enn ved gode, kunne dette kanskje bidra til mer differensiert prising i markedet av de ulike lands statspapirer.

## **Relevante paralleller til Norge**

I mars 2001 fikk vi i Norge den såkalte handlingsregelen for *finanspolitikken*. Den gir rom for at staten hvert år kan bruke tilsvarende 4 % av verdien av Statens petroleumsfond ved inngangen av året. For innværende år vil man imidlertid bruke godt over 6 %. Men uten denne reglen, sier så godt som alle de som har greie på det, ville politikerne helt sikkert brukt enda mye mer oljepenger. At regelen ikke eksakt overholdes, er dermed ikke ensbetydende med at den er uten virkning.

Samtidig med innføring av handlingsreglen ble *pengepolitikken* lagt om, fra styring mot stabil valutakurs til styring mot stabil inflasjon. For tiden er inflasjonen i Norge 0,7 % – dvs. langt fra målet på 2,5 %. En stor grad av styringsoptimisme har blitt avløst av en mer nøktern vurdering. På denne bakgrunn fant Norges Bank det hensiktsmessig sist høst å gi seg selv mer tid før inflasjonsmålet skal være innfridd. Horisonten for innfrielse av målet ble endret fra to år til mellom ett og tre år.

I EU har man revidert Stabilitetspakten. I Norge har man revidert både finans- og pengepolitikken. I begge tilfeller er det snakk om en passende tilpasning til en utvikling som tok en noe annen retning enn hva man i utgangspunktet hadde tenkt seg.

# MÅNEDSBREVET

Mai 2005

## SKJØNN OG RETTFERDIGHET

---

**Vi kan skille mellom formell teori innbakt i Norges Bank modeller og tilhørende prognoser, og mer uformell teori som gir seg utslag i skjønnsutøvelsen til dem som bestemmer renten i Norge. Det er viktig at modellapparat og prognoser blir bedre, slik at behovet for skjønn blir mindre.**

**Arbeidsløse horder i fattige land er et faktum. Men er folk arbeidsløse i u-land på grunn av verdenshandelen? Spør folk i Japan og Sør-Korea. Spør dem på Taiwan og i Kina. Hvor ville disse landene vært uten internasjonal handel? Og hvor ville Norge vært?**

**Har utenlandske bedrifter som prøver seg på bedriftsoppkjøp her i landet, mer tvilsomme motiver enn norske? I 2001 klarte DnB å hindre finske Sampo i å overta Storebrand. DnB er selv er en dyktig imperiebygger og ville hindre andre som var ute i samme ærend.**

---

I dette månedsbrevet kommenterer jeg tre avisartikler skrevet av henholdsvis Hallvard Bakke i Dagsavisen den 11. april, av Torbjørn Jagland i samme avis tre dager før, og av Kåre Willoch i Aftenposten fire dager etter. Til sammen kan de tre skribentene vise til to statsministerposter, to poster som handelsminister og en som utenriksminister. Da er det lov å forvente kunnskapsrike analyser og innsiktsfulle konklusjoner.

### **Behov for mer skjønn i pengepolitikken?**

Hallvard Bakke skriver om Norges Bank Watch – en nylig fremlagt rapport om pengepolitikken i Norge. Han avslutter artikkelen slik:

”Løsningen er ikke flere modeller og prognosemakere. Løsningen er å legge mindre vekt på teoretiske prognoser og i stedet ta inn over seg den faktiske økonomiske situasjonen, og så evne å foreta en fornuftig avveining av ulike hensyn og utøve sunt skjønn når rentene skal settes.”

Begrepet ”teoretiske prognoser” er ikke lett å forstå. Det høres ut som om ”teoretisk” er noe negativt. Prognoser er tallmessig anslag over en usikker fremtid. For å lage slike anslag trengs teori og data. Man kan eventuelt søke å påvise at Norges Bank bruker dårlig eller uegnet teori når den lager prognoser. Eller at Banken anvender feil sett av data.

Bakke vil at Banken ”i stedet (skal) ta inn over seg den faktiske økonomiske situasjonen”. Mener Hallvard Bakke at Norges Bank ikke tar inn over seg ”den faktiske økonomiske situasjonen”? Klart den gjør det. Renten vurderes løpende på bakgrunn av tilgjengelig informasjon om økonomien. At de beslutningene som Banken fatter, etter Bakkes mening tidvis ikke er passende, er i sin skjønneste orden. Men å antyde at Norges Bank ikke tar inn over seg den faktiske økonomiske situasjonen, er ikke passende. Hva tror Bakke Norges Bank ellers har et Regionalt nettverk for? Eller hvorfor bruker man 10-15 årsverk på å analysere den aktuelle økonomiske situasjonen?<sup>11</sup>

Bakke vil at Banken skal legge mindre vekt på prognoser og mer vekt på skjønn, kfr. utsagnet at vår sentralbank må ”utøve sunt skjønn når renten skal settes”. Klart at sunt skjønn er viktig. Men hva skal til for å utøve sunt skjønn? ”Ikke noe er så praktisk som en god teori”, sa Keynes. Vi kan skille mellom formell teori innbakt i Norges Bank modeller og prognoser, og mer uformell teori, i hodene på dem som bestemmer renten i Norge. Nyere forskning viser at folk gjerne har mer tillit til egen skjønnsutøvelse enn hva det objektivt sett er grunnlag for. Om dette også gjelder medlemmene av Hovedstyret i Norges Bank, blir det viktig at modellapparat og prognoser blir bedre, slik at behovet for skjønnsutøvelse blir mindre.

## **Blir man fattig av å handle?**

I Torbjørn Jaglands artikkel finner vi følgende bastante utsagn:

”På grunn av den urettferdige verdenshandelen er proletaren i den tredje verden i den samme situasjon som arbeidsfolk var i her i Norge før velferdsstaten og arbeiderbevegelsen kom. De får ikke brukt det viktigste og eneste de eier – sin egen arbeidskraft. Arbeidsløse horder blir avhengig av hjelp for å overleve fra dag til dag.”

Arbeidsløse horder i fattige land er et faktum. Men er folk arbeidsløse i u-land *på grunn av verdenshandelen*? Spør folk i Japan og Sør-Korea. Spør dem på Taiwan og i Kina. Hvor ville disse landene vært uten internasjonal handel? Og hvor ville Norge vært? Kikk deg rundt der du sitter. Hvor mye mer ville klærne du har på deg kostet om de ikke var produsert i utlandet? Hvor mye dårligere ville kvaliteten på bilen din vært, om den i ly av tollmurer hadde blitt produsert i Norge? Hvor mye mindre laks ville vi alet opp her i landet om ikke utlendinger stod klare til å kjøpe det meste?

I 2004 produserte vi 120 kg laks pr. nordmann, men spiste selv i gjennomsnitt snaue 6 kilo. Det betyr at vel 95 % av all laks produsert i Norge gikk til eksport.

I 1978 la Kina om sitt økonomiske system. Man satset på en utadvendt strategi for økonomisk vekst. I desember 2001 ble Kina – etter 15 års forhandlinger – tatt opp i Verdens Handelsorganisasjon (WTO). Tre år senere var Kinas utenrikshandel blitt fordoblet. Eksporten tilsvarende nå 35 % av samlet verdiskapning i Kina. Det tilsvarende tallet for USA er 10 % og for Japan 13 %. I fjor *økte* Kinas eksport til andre land med *mer* enn Indias *samlede* eksport. India har tatt poenget og er på full fart etter.

---

<sup>11</sup> I den foreløpige versjon av rapporten fra Norges Bank Watch skrev vi feilaktig 90 årsverk her.

Den økonomiske veksten i Kina er til glede for den jevne kineser. Grunnen til at fattigdommen tross alt er på vei ned her i verden, er det raskt økende antall kinesere som nå er over fattigdomsgrensen. Arbeidskraft er i ferd med å bli en stadig knappere faktor. Det gir press oppover på lønningene.

En meget viktig grunn til at Kina har maktet å gå fra null eksport til 35 % på mindre enn 30 år er åpenhet for utenlandske investeringer. Nærmere 50 % av kinesisk eksport skjer fra utenlandsk eide bedrifter.

Den urettferdige verdenshandelen, snakker Jagland om. Hva som er urettferdig, er avhengig av øynene som ser. Mange mener at den beskyttelsen som norsk jordbruk mottar, er urettferdig overfor de fattige land i verden. Muligheten fattige land har for økt produksjon og eksport av jordbruksprodukter blir effektivt hindret av særinteresser i de rike landene. At handel jordbruksprodukter holdes utenfor WTO-avtalen, var en viktig grunn til at presidenten i Brasil, Lula da Silva, ”veltet bordet og gikk fra møtet i WTO i Cacun for litt over et år siden”, som Jagland sier.

Men Bondelaget her på berget vil trolig legge noe annet i begrepet rettferdighet.

”No nation was ever ruined by trade”, sa diplomaten og lynavleder-oppfinneren Benjamin Franklin. Han traff spikeren på hodet.

## **Hvorfor ”bør” vi så mye?**

Kåre Willoch er det ikke lett å bli klok på. Hans kronikk i Aftenposten den 15. april er full av påstander som mangler begrunnelse. Kronikken starter slik:

”Salg av norske bedrifter til utlandet trenger ikke alltid ha rasjonelt motiv. Imperiebygging, personlig ærgjerrighet og økonomisk gevinst for finansforetak og enkeltaktører kan spille sterkt inn. Skal statlig kapital brukes til nasjonalt eierskap?”

Er det slik at om en utlending kjøper en norsk bedrift er sjansen større for at det ikke skal være ”rasjonelt motivert” enn om en nordmann står som kjøper? Rasjonelt i forhold til hva? Er norske forretningsfolk utstyrt med mindre personlig ærgjerrighet enn utenlandske? Hva er forresten så galt med litt ærgjerrighet? Kan man bli en topp politiker uten?

Hos Willoch fremstår utenlandske bedriftsoppkjøpere med andre motiver enn norske. Er ikke våre kapitalister like hissige på økonomisk gevinst som andre lands? Og er de ikke vel så fokusert på imperiebygging med tilhørende mulighet for å ta ut en monopolfortjeneste?

En norsk bedrift som kjøper en norsk bedrift, kan ha ønske om å befeste sin posisjon – øke sin markedsandel og sin makt. I så fall vil en utenlandsk kjøper til den norske bedriften kunne være å foretrekke. Økt mangfold og større konkurranse er begge deler av det gode.

Fem ganger skriver Willoch ”bør” i sin kronikk. Her er et eksempel:

”Det bør også kunne etableres en eller flere nye institusjoner som får som en del av sine oppdrag å forvalte offentlig kapital slik at den støtter norsk eierskap som må antas å være av samfunnsmessig interesse.”

Bør kunne etableres? Hva mener Willoch egentlig? Hvorfor slike institusjoner bør etableres, sier ikke Willoch noe om. Bare at de bør. Det vil si at han synes det. Fint. Men si det da. "Etter mitt syn bør..." Det generelle "det bør" skriker etter en analyse, etter et generelt og allmenngyldig resonnement.

Aner vi Norsk Investorforum i ny drakt? Er ikke dette reinspikket Fremskrittspartipolitikk? Populisme på sitt beste – eller verste? Skal Willoch ha en gjeng med superbyråkrater som først skal avklare hva som "antas å være av samfunnsmessig interesse", for så å se til at staten går tungt inn på eiersiden? Åpnes det ikke dermed opp for fet bruk av oljepenger og for en lobbyisme uten grenser? Den smarte kapitalist – og mange av dem er det – vil gå i tenkeboksen. Hvordan fremstå med en virksomhet "som antas å være av samfunnsmessig interesse" og dermed presse opp prisen på egne aksjer ved å tvinge staten frem som kjøper?

Willoch er engstelig for at deler av norsk næringsliv kan "bli ofre for utenlandsk næringsimperialisme". Han trekker frem finske Sampo forsøk på i 2001 å ta over Storebrand. Det kunne, etter Willochs mening, "skade Norge om utlendinger fikk kontroll med all den norske kapitalen som forvaltes av selskapet". Mulig det. Men Willoch må i så fall forklare hvorfor. Er Sampo dårligere i sin kredittvurdering enn Storebrand? Vil pensjonsmidlene Storebrand forvalter på nordmenns vegne få dårligere avkastning? Bare å si at Sampo overtok Storebrand vil skade Norge, blir for tynt.

"Endog Folketrygdfondet", sier Willoch, "som forvalter offentlige midler, stemt for salg til finnene av denne kommandoposten i norsk økonomi". Pussig ordvalg. "Kommandopost" kan man vel ikke selge til utlandet?

Med vel 10 % av aksjene klarte imidlertid DnB å hindre Sampo i å bli eiere ved tvangsinnløsning av aksjer til eiere som ikke ville selge frivillig. Mon tro hvorfor? Trolig fordi DnB selv er en dyktig imperiebygger og ville hindre andre som var på samme galeien. Og DnB har lyktes – vært flink – siden den gang har vi fått DnBNOR med en tre ganger så stor markedsandel som Nordea, den nest største banken i Norge. Også på livsforsikring er DnBNOR størst; med en markedsandel på 35 %, mot 27 % for Storebrand.

Mot slutten av artikkelen snakker Willoch om "behovet for å beskytte nasjonalt eierskap". Beskytte mot hva? Om utenlandske selskap mener seg dyktigere til å drive virksomheter i Norge enn norske foretak, vil de utenlandske gjerne være villig til å betale mer for å overta. Nyere forskning viser at nettopp dette ofte skjer; at verdiskapningen øker etter utenlandske overtakelse. Når utenlandske selskaper lykkes med mer rasjonell drift, kommer det det norske samfunn til gode.

Vår tidligere statsminister svinger seg til nye høyder når han snakker om frykten for at, "utenlandske imperiebyggere eller endog rovdyr" skal "erobre" norske bedrifter. Hva skal man si om en slik språkbruk?

Kunnskapsrike analyser og innsiktsfulle konklusjoner er ikke hva som preger de tre avisartiklene som her er tatt opp. Bør man bekymre seg?

## MÅNEDSBREVET

Juni 2005

### HVA ER GALT I EUROPA?

---

**I Italia har de offentlige utgiftene vokst raskere etter at euroen ble innført. I Tyskland har potensialet for økonomisk vekst falt kraftig. Det kan virke som om verken velgere eller politikere har tatt inn over seg at med felles valuta blir det behov for et mer tilpassningsdyktig arbeidsmarked. OECD anbefaler Den europeiske sentralbanken (ECB) umiddelbart å kutte renten, og å kutte den kraftig. Om en slik aggressiv pengepolitikk skal ha varige effekter, må den gå sammen med tiltak som bedrer arbeidsmarkedets virkemåte. Har Eurolandene det institusjonelle rammeverket som skal til, for en slik koordinering av penge- og strukturpolitikken? Om de ikke har det, vil euro som fellesvaluta i Europa kunne gå en usikker fremtid i møte.**

---

Nylig gikk økonomiminister Wolfgang Clement i Tyskland og statsminister Silvio Berlusconi i Italia ut med samme budskapet: Gjennom betydelige rentekutt må Den europeiske sentralbanken (ECB) nå sørge for økt etterspørsel og større økonomisk vekst i Europa.

Jeg stusser. Italia og Tyskland på lag for en ekspansiv pengepolitikk? Var det ikke nettopp italienerne som tyskerne *ikke* ville ha med i ØMU (Økonomisk og Monetær Union) våren 1998 da det endelig ble bestemt hvilke land som skulle få lov å ta euroen i bruk? Tyskerne hadde ivret for at nåløyet man måtte gjennom for å bli med i ØMU, skulle være minst mulig. Her var klare krav til sunne statlige finanser, lav rente og lav prisstigning. Hvordan kom Italia seg gjennom? Etter solide anstrengelser hadde Italia fått inflasjon og renter ned. Gjennom skippertak og kreativ bokføring var de årlige underskuddene på statsfinansene akseptable. Statsgjelden derimot, lå langt over det tillatte. Men siden gjelden som andel av BNP var på vei ned fra godt over 100 % til målet om under 60 %, fikk det likevel passere. Og når alt kom til alt var jo Italia en av de seks som i 1957 skrev under på, ja nettopp, Romatraktaten.

Hva har hendt i mellomtiden – siden euroen så dagens lys i januar for vel seks år siden? Ting har gått galt i Italia. Ting har gått galt i Tyskland.

#### **Kredittrisiko på italienske statspapirer .....**

Med euro inn og lire ut ble det med ett langt billigere for den italienske staten å låne. Rentepåslaget på lire som forventninger om en fremtidig nedskrivning av den italienske valutaen vanligvis måtte leve med, falt bort da euro overtok. Med lavere renteutgifter på en stor statsgjeld fant italienske myndigheter det opportunt å øke andre utgifter snarere enn å betale ned på gjelden. Mens offentlige utgifter vokste med i gjennomsnitt 1,2 % pr. år i

perioden 1994—2000, har veksten vært det dobbelte de siste fire årene. I tre av dem har underskuddet på statsbudsjettet oversteget den tillatte grensen på 3 %. I inneværende år ligger det an til ny rekord – OECD har anslått underskuddet på statsbudsjettet til 4,5 % av BNP.

Før, med egen valuta og egen seddelpresse, var det aldri noen tvil om at den italienske staten ville gjøre opp for seg. Kjøpekraften av lirene, som investorer som hadde kjøpt statspapirer fikk igjen, kunne imidlertid bli kraftig forringet, gjennom inflasjon og svekket lirekurs. Men pengene fikk de. Nå er det ikke sikkert at de får pengene tilbake. Den europeiske sentralbanken (ECB) har uttrykkelig sagt at den ikke garanterer for betjening av det enkelte lands statsgjeld. Den kredittrisikoen som dermed oppstår, blir nå i økende grad priset inn i markedet. En italiensk statsobligasjon med ti år i gjenværende løpetid, prises nå vel 20 basispunkter høyere enn et tilsvarende tysk statspapir. (Og enda høyere i forhold til et finsk, i det Finland anses å ha en sunnere økonomi enn Tyskland.)

OECD legger til grunn en vekst på minus 0,6 % i italiensk økonomi i år. For 2006 er veksten anslått til litt over én prosent.

### **.... og svekket vekstevne i Tyskland**

Når det gjelder konkurransekraft målt i arbeidskostnader pr. produsert enhet, har Italia sett en forverring på mer enn 25 % i løpet av de fire siste årene. For Tyskland er det tilsvarende tallet 10 % – noe som i stor grad kan tilskrives styrkingen av euro overfor dollar og andre valutaer i denne perioden.

Forverringen av tysk konkurranseevne målt på denne måten har imidlertid ikke vært til hinder for sterk vekst i eksporten. Det er utlandets appetitt på tyske varer og tjenester som driver økonomien – og som vil drive den også til neste år. Til tross for økning i husholdningenes disponible inntekter, synker konsumet. Når folk er engstelige for fremtiden, velger de å øke sparingen snarere enn forbruket.

OECD forventer en økonomisk vekst i Tyskland på 1,75 % til neste år. Dette, skriver OECD, er ”significantly above potential”. Pussig. Hva kommer det av at den potensielle veksten i et land er så lav når arbeidsledigheten er så høy? Her er jo ledige hender å sette inn – dvs. her er ressurser for økt produksjon. På den andre siden av Atlanteren vokser USAs økonomi med tre prosent og mer år ut og år inn. Og det med en arbeidsløshet på om lag det halve av den tyske.

### **Visste politikerne hva de gjorde da euroen ble innført?**

Med innføring av euro som felles mynt mister det enkelte land virkemidler i stabiliseringspolitikken. Verken Tyskland eller Italia, eller noen av de ti andre Eurolandene, kan bruke renten for å påvirke *innenlandsk* etterspørsel. Og valutakursen er ikke lenger tilgjengelig for å påvirke *utenlandsk* etterspørsel. Når man på toppen av dette også legger begrensninger på den finanspolitiske handlefriheten, gjennom Stabilitets- og vekstpakten, blir arsenalet av virkemidler myndighetene har til rådighet for å møte tunge tider, kraftig redusert. *Tilbudssiden må bli mer fleksibel når reguleringer på etterspørselssiden ikke lenger er mulig.* Kravet til tilpasning i arbeids- og produktmarkedene øker. Og behovet for et bedre fungerende kapitalmarked blir større.



Har velgerne blitt lurt? Ble det at felles mynt setter nye krav til et tilpasningsdyktig arbeidsmarked tilstrekkelig belyst og betonert? Det kan virke som om så ikke er tilfellet. Og at velgerne – når de ser hva som kreves av omstillingsevne – ikke vil akseptere det.

I Tyskland har kansler Gerhard Schröder kjempet gjennom sitt Agenda 2010 der et viktig siktemål nettopp er et bedre fungerende arbeidsmarked. Blant tiltak for å få flere i arbeid kan nevnes;

- strengere krav til arbeidsløse om å godta jobber som tilbys
- kortere tid med full arbeidsløshetsstrygd
- noe svekket stillingsvern for dem i arbeid (som gjør det lettere å ansette nye)

Slike tiltak slår sjelden godt an blant dem som *har* jobb. Ved delstatsvalget i mai i Nordrhein-Westfalen, Tysklands største delstat, led Schröders eget parti et smertelig nederlag. Så smertelig at kansleren velger å skrive ut til nyvalg. Den 18. september går tyskerne til urnene – vil de at Schröder skal fortsette eller vil de i stedet ha kristeligdemokratens kandidat Angela Merkel som ny kansler?

## OECD på kollisjonskurs med ECB?

I den dystre situasjonen som nå preger den økonomiske utviklingen i Europa, der det nærmest er blitt en vane å justere ned prognoser for veksten de nærmeste kvartaler fremover, slår OECD til med uvanlig klar tale. I Europa, heter det, vil pengepolitikk ha ”an immediate role to play by significantly cutting policy rates” (Economic Outlook, May 2005). Umiddelbart kutte renter. Og kutte dem kraftig.

Monsieur Trichet, sjefen i ECB, blir kort og godt bedt om å gjøre som Mr. Greenspan i Fed (Den amerikanske sentralbanken) gjorde for noen år siden; sette signalrenten ned mot 1 %. Det blir ikke lett. Særlig fordi Jean-Claude Trichet for ikke lenge siden helt avskrev opsjonen om å sette renten ytterligere ned. I historisk perspektiv er dagens ECB-rente på 2 %, som vi har hatt i vel to år, meget lav. En prisstigning i samme størrelsesorden gir en realrente rundt null. Mot normalt 2—3 %. Over tid bør man heller ta sikte på å komme tilbake til et mer naturlig rentenivå, mener ECB.

Problemet i Eurolandene er ikke en for stram pengepolitikk, men manglende villighet til å sette de nødvendige strukturpolitiske grepene. Det har vært ECBs syn lenge. Å pøse på med økt etterspørsel gjennom lavere rente, uten å gjøre noe med rigide arbeidsmarkeder og med lite fleksible produktmarkeder, vil bare føre til økt lønns- og prispress.

Finnes det ikke grunnlag for en omforenet løsning her? Omstillinger er mindre smertefullt om de som blir arbeidsledig, har god tro på at de relativt snart skal kunne finne nytt arbeid. I USA har syv av ti som mister jobben, nytt arbeid etter ett år. I Tyskland bare fire. Ikke rart at tyskere er langt mer engstelig for å stå uten arbeid enn amerikanere er.

Om ECB setter renten ned og på den måten stimulerer til økt etterspørsel, og regjeringer i Euroland *samtidig* iverksetter et omfattende program for å bedre økonomiens virkemåte, skulle ikke det være en farbar vei å gå? Økt etterspørsel gjennom lavere rente vil i så fall kunne slå ut i form av økt produksjon og sysselsetting snarere enn i form av økte lønninger og høyere priser.

Argumentet til ECB om at en rentenedgang ikke er aktuelt fordi veien tilbake til et normalnivå for renten da blir ekstra lang, må trygt kunne avvises. Her trengs en pragmatisk holdning. Å gjøre som OECD sier – sette renten ned mot 1 % – har klart noe for seg dersom en slik rentereduksjon går sammen med en bedre strukturpolitikk, der siktemålet er større omstillingsevne og bedre fungerende arbeidsmarkeder i Europa.

## **Bedre mulighet for styring i USA**

Helt i starten av sin første periode som president gikk Bill Clinton offensivt ut for å bedre de offentlige finansene. Her var behov for økte skatter. Med økte skatter blir det rom for lavere renter. Alan Greenspan, sjefen for den amerikanske sentralbanken (Fed), tok poenget. En forståelse mellom de to la grunnlaget for økte skatter og lave renter. Arbeidsløsheten gikk ned, og samlet produksjon tok seg opp.

I dagens Europa, hvem er motparten til Jean-Claude Trichet? 12 lands regjeringssjefer, med kanskje like mange syn på hva som er passende renteutvikling? En avtale eller en forståelse, der de nødvendige strukturpolitiske tiltak blir iverksatt i de enkelte Eurolandene, mot at ECB setter fart på etterspørselen ved en markert rentenedgang, er det stort behov for nå. Men er det mulig å etablere en slik forståelse eller avtale – på linje med hva Clinton og Greenspan fikk i stand?

Problemet her er at de institusjonelle rammer man i dag har, neppe er egnet for en slik bred og omfattende samordning av den økonomiske politikken.

## **Vil euroen en dag forsvinne?**

Den økonomiske utviklingen i de store Eurolandene er ikke tilfredsstillende. Felles mynt, som begrenser antall virkemidler, gjør ikke situasjonen lettere. Det kan synes som om man ikke har tatt inn over seg at med felles mynt øker kravene til omstilling. Rent praktisk er det ikke lett med et overstatlig opplegg for pengepolitikken, samtidig som finans- og strukturpolitikk er de enkelte lands ansvar.

EU har prøvd seg med et program der siktemålet er å gjøre Unionen til det mest konkurranskraftige området i verden innen 2010 (det såkalte Lisboa-opplegget). Når 25 land først må bli enige på papiret, og så i neste omgang hver for seg stå for gjennomføringen av en rekke tiltak som ikke akkurat er stemmefangere, forstår vi godt at det hele renner ut i sanden.

Om utviklingen fortsetter i sitt skjeve spor, kan den dagen komme da man stiller spørsmålstegn ved visdommen ved euro som fellesvaluta i Europa.