

Working Paper Series 1/13

BOLLINGER CHAMPAGNE

Arne Jon Isachsen CME/BI

Januar 2013



Centre for Monetary Economics
BI Norwegian School of Management

ISSN 1503-3031

BOLLINGER CHAMPAGNE

Bollinger Champagne	Side 3
Sommer, sol og sykkel	Side 7
Ugreit i Euroland	Side 12
Hva pengepolitikk ikke kan levere	Side 16
Kreativ forskning	Side 20
Kina og USA – Ikke så ulike utfordringer	Side 24
Kinas tapte tiår	Side 28

Dette arbeidsnotatet "dguv°t'cx'h1qt°tgv'uqmi'ukvg"ctdglf upqvcvgt"qi "uqo o gtdt gxgw0

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Juli 2012

BOLLINGER CHAMPAGNE

Finanssektorens problem skyldes ikke uforutsette hendelser utenfor bankenes kontroll. Problemet er en kultur med vekt på kortsiktige transaksjoner og handel, snarere enn på tillit og langsiktige relasjoner. Manipulering med LIBOR som nylig er avdekket, kan tas til inntekt for et slikt syn.

”Dude, I owe you big time – come over one day and I’m opening a bottle of Bollinger.” Skrev en megler i den tre hundre år gamle britiske banken Barclays til en kollega i en annen bank. Sent i juni i år ble Underhuset på de britiske øyer gjort kjent med denne e-posten. Aggresjonen mot bankvesenet nådde et nytt høydepunkt. Her har politikerne gjennom flere år gjort hva de kan for å stable bankene på beina etter finanskrisen som brøt ut i 2007, og så gjør de dette mot oss.

Hva hadde bankene gjort?

Bankene hadde prøvd å manipulere LIBOR, dvs. de noterte interbankrentene, som blant annet danner bakgrunnen for fastsettelse av verdier av en enorm mengde finansielle derivater. Om man lykkes med å bevege LIBOR med 0,01 prosentpoeng – eller ett basispunkt (bp) – kan dagen på derivat-desken ende med millioner i overskudd snarere enn med millioner i underskudd. En flaske Bollinger champagne kan være på sin plass.

Da skandalen om manipulering med LIBOR kom opp, valgte Barclays å samarbeide med myndighetene, både i USA og i Storbritannia. Det forhindret ikke at banken måtte ut med til sammen 450 millioner dollar i bøter for sin medvirkning til manipulering.

Noen tid tidligere hadde en annen storbank, den amerikanske JP Morgan, avdekket at en megler på London-kontoret – ”Hvalen” blir han kalt – hadde tullet seg inn i derivater som han ikke kom seg ut av i tide. Egentlig var det verre enn det. Banken hadde ikke selv sett hva som foregikk. En kritisk presse hadde gjort det. Og JP Morgans sjef, Jamie Dimon, fikk seg en skikkelig nesetyver.

Rådet fra J.P. Morgan jr. som ledet denne banken på 1930-tallet – nemlig at en bankmann alltid må oppføre seg slik at kundene har grunn til å ha tillit til ham, hvilket betyr at man har rom for feil skjønn men ikke for feil av prinsipiell art – hadde ikke blitt fulgt, verken i JP Morgan, Barclays eller mange av de andre tyve storbankene som i fellesskap bestemmer LIBOR-rentene hver dag.

Dramatiske dager

Mandag 2. juli i år, da bøtene til Barclays for medvirkning til LIBOR-manipulering var blitt kjent, og bankens adferd heftig kritisert, trakk Barclays' styreformann seg. Men britenes sentralbanksjef ville det annerledes. I et møte med styreformannen samme kveld gjorde Sir Mervyn King, sjefen i Bank of England, det klart at det var toppsjefen i Barclays man ville bli kvitt. Bob Diamond var kort og godt ikke lenger ønsket i denne stillingen, verken av sentralbanken eller av finanstilsynet eller av finansministeren. Dette kunne Sir Mervyn King ikke si rett ut. Sentralbanksjefer avskjediger ikke sjefer i andre banker. Men alle i City – finansmiljøet i London – vet at om en toppsjef i en storbank mangler tillit hos Bank of England, er hans eller hennes dager som toppsjef talte. Sir Mervyn lot den avtroppende styreformannen forstå at Bob Diamond manglet den nødvendige tillit. Og videre, at man gjerne så at Marcus Agius, styreformannen, holdt ut en stund til, inntil ny toppsjef var ansatt i Barclays.

Mr. Agius tok tegninga. Og tok deretter noen telefoner. Før dagen var over var kabalen lagt. Og finansminister George Osborne informert. Tirsdag morgen annonserte Bob Diamond sin avgang. Styreformann Marcus Agius var gjeninnsatt som fulltidsarbeidende sådan.

Tenk deg noe tilsvarende i Norge. DNB gjør bort seg, som svenskene sier. Styrelederen stiller sin plass til disposisjon. Men Øystein Olsen i Norges Bank tar et møte med henne. Gjør det klart at det er Rune Bjerke, toppsjefen i DNB, man har mistet tillit til. Lar styreleder Anne Carine Tanum forstå at man gjerne ser at hun blir en stund til. Og videre, at en slik håndtering av saken er i tråd med hva Morten Baltzersen i Finanstilsynet ønsker, og hva finansminister Sigbjørn Johnsen gjerne ser skjer.

LIBOR

London interbank offered rate står LIBOR for. Hver dag rundt kvart over elleve flasher 150 tall over tusenvis, ja millioner, av dataskjermer verden rundt. Det er interbankrenter for ti valutaer hver med 15 ulike løpetider. Disse rentene er basis for beregninger av verdien av derivater i verdipapirmarkedene på rundt 360 billioner dollar, eller fem-seks ganger den

samlede produksjonen av varer og tjenester i verden i løpet av ett år. I tillegg er LIBOR grunnlag for beregning av renter på mange boliglån og andre lån fra banker til kunder, og for renter folk får på sine lån til banker og andre.

LIBOR, skulle man tro, var basert på reelle transaksjoner, hva er det egentlig bankene betaler for lån seg i mellom. Slik er det ikke. Her er 18 storbanker som hver dag legger inn tall som viser hva de tror de selv må betale for å låne i interbankmarkedet. De fire høyeste tallene og de fire laveste tallene blir strøket. Snittet av de gjenværende er LIBOR denne dagen. Den viktigste renten av de i alt 150 er tre-måneders LIBOR for amerikanske dollar.

Ansvar for beregningene har påhvilt British Bankers' Association, dvs. bankforeningen i Storbritannia.

Problem med LIBOR

Siden LIBOR er basert på vurderinger og ikke reelle transaksjoner, kan det være fristende å prøve å manipulere tallene her til egen vinning. Om meglere lykkes med å flytte LIBOR på tre-måneders dollar med ett eller to basispunkter, gir det store penger, ganske enkelt fordi så mange kontrakter er bundet opp mot denne renten.

Da finanskrisen kom over oss, tørket interbankmarkedet opp. Man mistet lysten på å låne ut penger til andre banker. Motparten kunne jo gå konkurs før man fikk pengene tilbake. I denne situasjonen ble det vanskelig å fastsette LIBOR. Ettersom de innmeldte rentesatsene fra den enkelte bank ble kjent for alle, ble det videre fristende for banker å melde inn lavere renter enn hva de reelt sett kunne låne til. I perioder lå således LIBOR kanskje 20-30 basispunkter under det som ville vært de virkelige lånerentene. Det så man klart når banker meldte inn til LIBOR et rentenivå samtidig som den samme banken var ute og lånte i markedet selv til klart høyere renter.

Allerede i 2007 var Bank of England inneforstått med at LIBOR hadde tendens til å ligge under de reelle lånekostnadene for bankene. Men på den tiden var det andre og mer presserende oppgaver å løse. En bank- og finanskrisen man ikke hadde sett siden 1930-årene var over land og folk. Det å skulle bruke tid og krefter på et teknisk problem – hvordan fastsette LIBOR på bedre vis – ble ikke viet mye oppmerksomhet. Og ettersom lavere renter er mer tillitsvekkende enn høye, var det i grunnen kjekt at LIBOR i denne tiden lå klart på nedsiden.

Hva konsekvensene vil bli av underrapportering av LIBOR gjenstår å se. Men at mange rettssaker vil følge, der de som har tapt på lav LIBOR vil gjøre krav om kompensasjon fra bankene, synes klart. Som tobakkselskapene i Amerika på slutten av 1990-tallet ble pålagt av retten å betale ut milliarder av dollar til forbrukere på grunn av misvisende reklame, kan bankene i tiden fremover bli pålagt noe lignende på grunn av feil LIBOR. Man snakker om "the tobacco moment" for bankvesenet.

Feil kultur

En viktig grunn til finanskrisen ligger i president Bill Clintons ettergivenhet overfor lobbyvirksomheten fra bankvesenet på 1990-tallet. Clinton tok vekk Glass-Steagall loven som

hadde skilt skarpt mellom risikofylt ”investment banking” og vanlig, kjedelig bankvirksomhet. Med dette skillet borte ble hele bankverden drevet i retning av kulturen til investment banking. Med vekt på kortsiktig avkastning og trading.

Sandy Weill, i sin tid sjef for Citibank og foregangsmann for å bli kvitt Glass-Steagall loven, sier i dag at den bør gjeninnføres. Professor John Kay ved London School of Economics, som nylig har levert en rapport om hvordan egenkapitalmarkedene bør fungere, tror problemene stikker dypere enn som så. Finanssektorens ”problems are not the byproduct of unpredictable events but arise from a wrong turning in the culture of an industry that has come to prioritise transactions and trading over trust relationships.”

James Bond har siste ordet

James Bonds foretrekker Bollinger champagne. Når en vodka-martini skal serveres, vil James ha den ”shaken, not stirred”. Det er vel hva som skal til i det internasjonale bankvesenet. Om en ny kultur skal etableres i finansverden, er det trolig behov for å ryste opp kraftig i saker og ting. Og ikke lenger nøye seg med å røre forsiktig rundt.

31. juli i 2012

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside
<http://home.bi.no/fag87025/>

Sommer, sol og sykkel



Sommerbrev 2012

På søndager stenger kjøkkenet på Thon Hotel i Åsgårdstrand klokken 18.00. For en sliten syklist gjør ikke det noe. Naustet pub rett oppe i gaten er oppe.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Det er fredag formiddag den 3. august. Sommeren har ikke vært så verst. Kom man seg bare helt ned til kysten, eller aller helst ut på en øy, et sted mellom Larvik og Mandal, var det mange dager med sol og lite vind. Uværet som meteorologene varslet, uteble ofte. Litt på linje med Norges Bank som i en periode spådde en høyere rente som ikke kom.

I

Denne siste ferieuken er vi på fjellet, syklende den lille milen fra hytta til Torsetlia fjellstue hvor man kan få vafler med rømme og syltetøy på. På veien passerer vi Trolltjønn. Tidligere i sommer ble en fisker overrasket av en bjørn her. Midt på natten. Bjørnen ville ha sin del av de seks ørretene, hver på rundt en kilo. Mannen berget seg opp på stølstaket. Ringte kona. Etter noen timer ble han hentet med helikopter. Kom på Dagsrevyen og alt. Det var kanskje ikke så lurrt. Han hadde jo ikke lov til å fiske i Trolltjønn.

Er vi engstelige der vi sykler av sted? Egentlig ikke. Noen spur etter bjørn fant man aldri. "Han er mer mørkeredd enn de fleste", som en sambygding av tjuvfiskeren sa.

Torsetlia har aviser også. Vi har ikke lest dem på en stund. Og tar med Aftenposten, med A-magasinet. I A-magasinet fire uker tidligere bidrog Christine Koht med en artig artikkel: *Hvis jeg var skilt*. De tre første setningene lyder slik:

*Jeg har fått et nytt slagord.
Det har jeg fra mine venner Hanne og
Lars, som har som samlivsregel å gjøre de
tingene de ville gjort hvis de var skilt, før
de blir skilt.
Sånn at de slipper å bli skilt.*

II

Kronikken i Aftenposten fredag 3. august har vår olje- og energiminister skrevet. Ola Borten Moe, sier de jeg kjenner som har truffet ham, er en dyktig politiker. Han har sine meningers mot. Han vet hva han vil. Og arbeider hardt for å sette den vedtatte politikken ut i livet. En klar forbedring fra sin mer vinglete og utydelige forgjenger.

Med iver og spenning hiver jeg meg over kronikken. Stusser dog over selve overskriften: *Olje er et dårlig konjunkturvirkemiddel*. Olje som sådan kan ha sine virkninger; lakserolje er bra for magen. Som virkemiddel for å påvirke aktivitetsnivået i norsk økonomi, er det ikke *oljen* som sådan man må ha fokus på. Det er aktiviteten eller *virksomheten i oljesektoren* som er det sentrale.

Første avsnitt i kronikken går slik:

En del av vår pietistiske og protestantiske arv er at vi ikke skal ha det godt uten at det gjør litt vondt. Etter mitt skjønn en god tilnærming; en som bidrar til edruelighet, forsiktighet og høy arbeidsmoral. Men i denne diskusjonen gjøres vår største suksess til et problem.

En arv er ingen tilnærming. En arv er et utgangspunkt. Det Borten Moe prøver å si er at vår protestantiske arv preget av nøysomhet er et godt utgangspunkt for håndtering av oljerikdommen. Men hvorfor sier han da ikke det?

"Med all respekt for vår olje- og energiminister, denne kronikken holder ikke mål."

Vår olje- og energiminister anfører deretter sine grunner for hvorfor norsk oljeindustri egnert seg dårlig som virkemiddel i konjunkturpolitikken. Det gjør han i fem kulepunkter.

Under første kulepunktet skriver Ola Borten Moe:

Heller ikke internasjonalt reguleres aktivitetsnivået med utgangspunkt i norske konjunkturer, og all den stund vi ønsker at norsk næringsliv skal lykkes ute, legger jeg til grunn at denne delen av næringsen skal vokse og utvikle seg med støtte fra det norske samfunn.

Jeg stusser ved utsagnet om at virksomheten i næringslivet skal vokse og utvikle seg med støtte fra det norske samfunn. Næringslivet skal vel stort sett klare seg selv? Stabile rammebetingelser er viktig. Men støtte? Mon tro om Senterpartiets vokabular tar overhånd – der står støtte sentralt.

Mer om innholdet. Om man fant å ville søke å dempe oljevirkosomheten i Norge av hensyn til de innenlandske konjunktorene, kan man vel gjerne gjøre det selv om andre land ikke gjør det? Om leveranser til Nordsjøen skulle gå ned, ville det gi et press for norske bedrifter til å søke nye markeder ute. Er det så galt?

Så kulepunkt nummer to. Det starter slik:

Min fremste oppgave som statsråd er å bidra til en så høy ressursutnyttelse som mulig.

Sorry. Det er det ikke. Ikke høyest mulig ressursutnyttelse. Men høyest mulig utvinningsgrad. Og litt lenger nede:

Dersom vi utsetter slike utbygginger, vil ressurser gå tapt, og det norske samfunn går glipp av enorme verdier.

Hvor godt er argumentet til ministeren om at vi vil tape om vi ikke bygger ut nå, mens plattform, rør og kompetanse er på plass? Det spørsmålet synes jeg han skulle brukt mer plass på i sin kronikk. Og i den forbindelse betonet usikkerheten i det hele. Her er tre elementer: Hvordan blir prisutviklingen på olje og gass? Hva slags teknologi for utvinning av olje og gass vil fremtiden by på? Og hva med kostnadene fremover?

Hva gjelder prisutviklingen kan det tenkes at gjennombrudd for nye energiformer, gjerne av den grønne sorten, kan føre til varig og betydelig prisfall for olje og gass. I samme retning trekker økt utvinning av gass i USA og andre steder. Konklusjon: Gjør som Borten Moe sier – hold farta oppe i norsk olje- og gassutvinning.

Hva slags teknologi kan vi se for oss i fremtiden? Kanskje – ja til og med trolig – mer effektive måter å utvinne olje og gass på. Og trolig også mer miljøvennlige. I tillegg er det vel rimelig å tro at fremtidens teknologi gir høyere utvinningsgrad. Konklusjon: Ikke langsomt – ikke gjør som Borten Moe sier.

Andre setning under kulepunkt tre ser slik ut:

Å ta tak i de nye, selvstendige utbyggingene som selskapene arbeider med i dag med tanke på å utsette dem, er lite målrettet om målet er redusert press i økonomien på kort sikt.

Forfatteren må gjøre det klart for leseren hvorfor en utsettelse av utbygginger er uegnet om målet er å redusere presset i økonomien. For meg ser det ut som om det er det perfekte virkemiddel.

Under det fjerde kulepunktet er vår olje- og energiminister inne på et viktig tema: Blir vi sittende for lenge på gjerdet og ikke åpner for tildeling av leteblokker i nord, vil Russland

kunne komme til å dominere her. En slik utvikling vil vi kunne være lite tjent med.

Det femte kulepunktet er også godt og relevant. At rammebetingelsene ligger fast for selskaper som engasjerer seg på norsk sokkel, gjør at de tåler høye skatter og avgifter. Om man nå innførte et køsystem for utbygging av funne forekomster, innebærer det et brudd med forutsetningene som lå til grunn den gang leteboringen startet.

III

Med all respekt for vår olje- og energiminister, denne kronikken holder ikke mål. Språklig til tider hjelpeløst svakt. Innholdsmessig rotete, med uklare resonneringer. Kronikken tar seg klart opp mot slutten.

Hvorfor lar debattredaksjonen i Aftenposten en slik artikkel passere? Burde man ikke sendt utkastet til kronikk tilbake til olje- og energidepartementet? Og bedt byråkratene bearbeide bidraget bedre?

Mange politikere er mislykkede akademikere. Det er mange akademikere også. Men viktigere enn gode kronikker er god politikk. Og da sier de som har rede på det at olje- og energidepartementet har en dyktig sjef som gjør en god jobb.

IV

Omtrent vanlig norsk sommervær i år, hørte jeg meteorolog John Smits si på radioen for noen uker siden. Mens tabloidavisene formodentlig tjener gode penger på oppslag om det motsatte. Regn og vind. Kulde og innvæ. Hvor er de billigste og mest solfylte restplassene? Kom deg bort. Ut av Norge. Opp i luften. Av sted til Syden. Der sol og varme venter. Pluss billig vin og kuppelhue.

All misnøye starter med sammenligning, skal Søren Kierkegaard ha sagt, denne tenksomme, danske filosofen som ble mer anerkjent etter sin død enn mens han levde. Før sammenlignet vi sommerværet med været året før. Hjemme. Og ikke med sommerværet i Spania. Følgelig var vi mer tilfreds om halvparten av dagene gav grunnlag for å sole seg på svabergene, eller bade i fjellvannene. Nå – med Spania som sammenligningsgrunnlag – forventer vi sol og varme hver dag. En sikker oppskrift på en lite vellykket sommer i Norge.

V

Så sitter jeg her da. Alene i spisesalen i Thon Hotel i Åsgårdstrand. De ti øvrige gjestene hotellet huser i natt, ligger fremdeles under dynene, ser det ut for. Voldsom frokostoppdekning for bare elleve mennesker denne første mandagen i august.

A room with a view skrev E. M. Forester for over hundre år siden. I denne romanen skildres den undertrykkende kulturen i England på den tiden, en kultur som står seg dårlig mot den livsbejende stemningen et opphold i Firenze vekker i en ung, engelsk pike. Hvorfor, undrer jeg, gav hun i resepsjonen meg i går kveld, da jeg ankom med sykkel, et rom mot bakgården – *without a view*? Hotellet kryper nesten ut i vannet; her er over tyve rom med vakker utsikt mot fjorden. Kan det ha noe med den noe labre stemningen ved innsjekkingen kvelden før å gjøre?

Det var litt sol, men mest regn og vind i de snaue tre timene jeg "ridde" min sykkel, som Hamsun skriver at Charlotte gjør i romanen *Redaktør Lynge* (1893). Samme året gav Hamsun ut en annen roman, *Ny jord*. På side

222 i denne boken¹, finner vi en artig setning: "Ikke nogen bukking og skraping ikke." To ganger ikke. Minner om svensk, hvor vi stadig hører; det var inte bra, inte.

Ser frem til en god middag nå ved reisens slutt for denne dagen. Men nei, på søndager stenger Thon Hotel i Åsgårdstrand sitt kjøkken klokken 18.00. "Har dere ikke sett det", forlanger hun på den andre siden av disken å få vite. Nei, ingen av oss fem som sjekker inn litt over klokka 18, har fått med oss det. "Det står på nettet", slår hun fast. Men hva hjelper det når man bestiller per telefon og ingen beskjed får?

Hotellets restaurant ligger nydelig til i 3. etasje med vakker utsikt over fjorden; sitter man der ved vinduet, eller ute på terrassen med nesen vendt sydover, kan man se broen der pikene til Munch i sin tid flanerte – eller broen som er kommet til senere og erstattet Munch sin. Gjestens ønske om en god middag her, er ikke hva Thon Hotels resepsjonist i Åsgårdstrand denne ettermiddagen er opptatt av. "Kjøkkenet er stengt. Kokken skal hjem", får vi beskjed om. Og ferdig med det.

"Finnes det andre restauranter i Åsgårdstrand som er åpne i kveld?", spør bergenseren blant oss. Damen bak disken virker *helt uinteressert* i det hele. Tar det nærmest som en personlig fornærmelse at noen maser på henne for å få seg et måltid mat. Som om det er noe hun har noe med. "Jeg æ'kke mora di", sier hun, uten å si det.

Høyt sier Åsgårdstrands og Thon Hotels representant for servicenæringen at det ikke finnes noen spisesteder som er åpne her i byen nå. Men et par kilometer opp i bakken ligger det en pizzarestaurant. Dett var dett. Jeg sjekker inn. Som straff for upassende

ytring – jeg mumlet halvhøyt at dette var dårlig service – blir jeg tildelt *a room without a view*.

Etter en varm dusj og i rene klær, tid for å få seg noe mat. "Hvor lang tid tar det å gå til pizzarestauranten?", spør jeg. "Bare ti minutter å sykle", svarer vår venninne i resepsjonen. Men jeg har syklet nok i dag. Spaserer ut av hotellet. Til venstre like oppe i bakken bak hotellet lyder munter musikk og glade røster. Naustet pub holder åpent. Ute i det fri. Med varme i taket. Og varm mat. Fiskesuppe med bagett bestilles. Pluss en halvliter pils. Med kaffe til slutt lyder regningen på to hundre kroner. Det halve av hva Thon Hotel ville forlangt. Og dobbelt så trivelig.

Kvelden avrundes med en kroneis som nytes på rommet. Slår på fjernsynet og ser Usain Bolt vinne hundremeter'n i London på 9,63 sekunder. Ny olympisk rekord.

VI

Thon Hotel Åsgårdstrand kan berømmes for utsøkt frokost. Hvor god middagen er her, har jeg ingen kunnskap om. Nå er frokosten avsluttet. Det er på tide å hive seg på sykkelen. Så jeg rekker frem til lunsj på Ivar Halvorsens Konditori i Sandefjord. Bagetten med eggerøre og røkelaks her kan anbefales på det varmeste.

16. august 2012

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>

¹ Henvisningen er til Hamsuns Samlede Verker, bind nummer 2, utgitt av Gyldendal norsk forlag i 1976.

Ugreit i Euroland



Månedsbrev 08/2012

Bankvesenets utidige og ukloke atferd frem til finanskrisen brøt løs høsten for fire år siden, merker man fremdeles konsekvensene av. Særlig hardt rammet er euroland.

Arne Jon Isachsen

**Centre for Monetary
Economics (CME)**

I mange land merker man fremdeles konsekvensene av bankvesenets utidige og ukloke atferd frem til finanskrisen brøt løs høsten for fire år siden. Mens det ikke var måte på hvor lett det var å få lån før konkursen til den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers den 15. september 2008, er det nå lånetørke for mange bedrifter i mange land.

Bankvesenet i euroland fungerer ikke

Særlig hardt rammet er euroland. Det har sammenheng med bankenes naive tro på at en statsobligasjon i euro er en statsobligasjon i euro uansett hvilken stat som står bak. Konsekvensen var at den greske stat fikk låne omtrent like billig som den tyske eller den finske, for den saks skyld. Og at banker i etterkant har måttet ta store tap på lån til den greske staten.

Spørsmålet om gresk uttreden av euro-samarbeidet (GREXIT) er det nå blitt lov å snakke om – selv på høyeste hold i EU. Med utsikter til at drakmer gjeninnføres til erstatning for euro vil knapt noen utenlandsk bank låne penger til greske foretak. Når så Hellas' egne banker er på knærne – den egenkapitalen som er tilbake gir ikke rom for noen sprek utlånsvirksomhet – blir særlig små og mellomstore greske bedrifter strupet for kreditt. Foretak som i lys av lønnsreduksjoner og andre innstramningstiltak står klar til å øke produksjonen, evner ikke det når den nødvendige arbeidskapitalen ikke lar seg fremskaffe.

"Heller et E-verk som kutter strømmen noen timer nå og da enn et bankvesen som nekter levedyktige foretak den nødvendige kreditten."

Et bank- og finansvesen som ikke fungerer, er helt ødeleggende for et lands økonomi. Heller et E-verk som kutter strømmen noen timer nå og da enn et bankvesen som nekter levedyktige foretak den nødvendige kreditten. Går vi tilbake til de harde trettiåra var det nettopp bankvesenets manglende evne til å gjøre jobben sin – ta i mot innskudd og bringe dem videre som utlån – som gjorde at trettiåra ble spesielt vanskelige i USA. Halvparten av bankene gikk konkurs og en fjerdedel av innskuddene gikk tapt. Banker som før hadde vært overdrevne ivrige på å ta risiko, ble overdrevne ivrige på ikke å ta risiko. Den gang som nå gikk det i første rekke utover små- og mellomstore foretak.

Takker Finland for seg?

Nylig overrasket den finske utenriksministeren Erkki Tuomioja sine kollegaer og folk flest med å si at Finland burde være forberedt på et eventuelt sammenbrudd av euro-samarbeidet. Egentlig ikke så underlig. En ansvarlig regjering bør ikke la seg fange av forestillingen om at et sammenbrudd i eurosamarbeidet vil være så ødeleggende at det umulig kan tenkes å skje. Slik mange politikere har hevdet. Selv hørte jeg den tidligere svenske statsministeren Göran Persson i vår uttrykke seg i den retningen.

Spaltisten Philip Stephens i Financial Times har et annet syn. "There are moments in history when the impossible suddenly become the inevitable", sier han, og minner om Sovjetunionens oppløsning. Om man tror at noe umulig kan hende, planlegger man heller ikke for det. Den finske utenriksministeren utviser bedre skjønn enn den tidligere svenske statsministeren, synes jeg.

Philip Stephens anfører videre at det ikke var de baltiske statene som trådte ut av unionen og således startet oppløsningen av USSR. Det var Russland selv. Da Boris Jeltsin

i desember 1991 meldte Russland ut av Sovjetunionen, fremstod unionens president Michael Gorbatjov som den engelske kongen Johan uten land.

Professor Nouriel Roubini, som driver sitt eget analysefirma, er ikke kjent for å se lyst på livet. Han frykter finsk uttreden av eurosamarbeidet. Den sterke går frivillig ut (FIXIT) snarere enn at den svake mot sin vilje kastes ut (GREXIT). Men det blir for kjøpt. For finnene er det overordentlig viktig å markere sin tilhørighet til Vesten og til Vest-Europa. Finland må for all del unngå å bli dradd inn i Russlands interessesfære. Ved finsk medlemskap i Den økonomiske og monetære union i 1999 var den sikkerhetspolitiske dimensjonen vesentlig. Det er den fortsatt.

Euroen er populær i Finland, som den er det i Hellas. På den annen side er to tredjeparter av finnene lite innstilt på å være med å skulle berge land som har levd over evne. Men du kan ikke "have your cake and eat it too", som amerikanerne sier. Skal euroen overleve, kommer man neppe utenom at euroland i noen grad står solidarisk for hverandres statsgjeld.

Danmark må vi også ta med. I juli besluttet Nationalbanken at banker som vil ha innskudd i form av CDs i landets sentralbank, må betale for det. Renten er minus 0,2 prosent. Og nylig ble danske statsobligasjoner med to år i gjen-værende løpetid omsatt til en negativ rente på 0,22 prosent. Det betyr at man betaler mer enn hundre kroner i dag for å få tilbake hundre kroner om to år. Hvorfor? Fordi danskene har fast kurs mot euro. Om

"Skal euroen overleve, kommer man neppe utenom at euroland i noen grad står solidarisk for hverandres statsgjeld."

euroen ryker, er det fint å ha noe som ligner. Danske kroner gjør det. Og etterspørselen etter verdipapirer i DKK blir så stor at renten kommer under null.

Hva vil Rådet bestemme?

Torsdag 6. september møtes Rådet i Den europeiske sentralbanken (ECB). Det består av de 17 eurolandenes sine sentralbanksjefer samt de seks som utgjør styret i ECB. Rådet er organet for viktige beslutninger. Hvilke utfordringer skal man ta tak i? Hva slags konkrete tiltak kan ventes?

Et viktig spørsmål er hvordan se til at gjeldstyngende land får låne mer penger. Som betingelse må tiltak man er blitt enige om for å få en bedre balanse i landenes økonomi, iverksettes og følges opp. Når man gir lån som man ikke er sikker på vil bli innfridd, kommer spørsmålet opp om hvem som skal ta eventuelle fremtidige tap. ECB har til nå nektet å ta slike tap på samme måte som IMF og nasjonalstatene i EU også har nektet, med henvisning til avtaler som ligger bak etableringen av felles mynt. Om ECB myker opp sin holdning her, blir det flere å dele tap på. Det gjør det mer interessant for privat sektor å kjøpe nyutstedte greske, italienske og spanske statsobligasjoner.

Mer nærliggende er det at ECB kjøper statsobligasjoner fra Club-Med landene, uten at man eksplisitt går inn på hvordan eventuelle tap skal håndteres. Sjefen for Bundesbank, Jens Weidmann, liker ikke dette. Angela Merkel, tysk kansler er imidlertid på gli her. Spørsmålet er hvordan den tyske forfatningsdomstolen i Karlsruhe vil vurdere dette spørsmålet. Strider det mot tysk lov?

En annen variant er at ECB går ut og kjøper private obligasjoner. Det har mange anbefalt, blant annet Adam Posen, utgående medlem av komiteen som fastsetter renten i Bank of

England. I lys av bankenes manglende funksjonsdyktighet i mange euroland fortøner en slik direkte kanalisering av kreditt til foretakene seg fornuftig. For små og mellomstore bedrifter, som kanskje lider mest, er det imidlertid ikke så enkelt å skulle gjøre bruk av et slikt tilbud.

Viktigere på lang sikt er hvorvidt Rådet i ECB går inn for en bankunion og en fiskal union for eurolandene. En bankunion innebærer at alle bankene i euroområdet er underlagt samme regler og samme overvåkning. Det vil blant annet bety at de europeiske redningsfondene (EFSF og ESM) kan tilføre kapital direkte til europeiske banker.

Fiskal union som er det neste steg, innebære at alle eurolandene går sammen om finansieringen av de statlige utgiftene. I kjølvannet av en slik union vil vi se utstedelse av euroobligasjoner, dvs. obligasjoner som eurolandene sett under ett står ansvarlig for selv om pengene går til det enkelte land.

Slike dramatiske tiltak er kanskje hva som skal til om euroen skal komme gjennom krisen. I første omgang er det imidlertid bare snakk om hvorvidt ECB er villig til å kjøpe statspapirer fra land som har inngått avtaler med EFSF og ESM. I så fall vil ECB kunne sørge for at de lange statsrentene i disse landene holdes på nivåer som ikke truer euroen på kort sikt.

Marshallhjelp – er det hva som trengs?

Hva som ikke er særlig fremme i debatten, men som må tas opp, er behovet for finansielle overføringer fra nord til sør i euroland, på linje med Marshallhjelpen etter Den andre verdenskrigen, da USA gav oss penger. Til fordel for Europa. Til fordel for USA. Slik hjelp til selvhjelp er det nå behov for innen Europa.

Euroobligasjoner kan ha noe for seg, men innebærer i seg selv ingen eksplisitte overføringer. Gitt at euroland i Sør-Europa i dag har et solvensproblem like mye som et likviditetsproblem, nytter det ikke bare å øke gjelden. Milde gaver må til.

31. august 2012

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>

Hva pengepolitikk ikke kan levere



Månedsbrev 09 2012

Aksjonærene bør gjøre felles sak med politikerne og se til at belønningssystemet for toppledere i USA endres. Det primære her er ikke er misunnelse – at de tjener for godt – men de makroøkonomiske konsekvensene. Samlet etterspørsel i økonomien blir for liten på kort sikt. Og produksjonskapasiteten i amerikansk økonomi utbygges for sakte på lang sikt.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

I oktober 1979, som nybakt sjef for Fed – den amerikanske sentralbanken – erklærte Paul Volcker inflasjon som fiende nummer én. For å temme prisstigningen satte han renten kraftig opp. Høyere rente gav lavere vekst i pengemengden. Politikken til Fed var således i tråd med hva ledende økonomer på den tiden anbefalte.

Selv om inflasjonen etter hvert kom ned, trodde ikke markedet på varig lavere prisstigning, og de nominelle rentene forble høye. Sommeren 1984 kunne man handle amerikanske statsobligasjoner med ti års gjenværende løpetid til en effektiv rente på 14 prosent. Når inflasjonen de etterfølgende ti årene lå under fire prosent, innebar det en realrente på over ti prosent. Høye realrenter gav lav etterspørsel og stor arbeidsledighet.

Som på 1980-tallet er arbeidsløsheten i USA i dag også altfor høy. Men i motsetning til situasjonen tre tiår tilbake i tid er inflasjonen lav, og styringsrenten til Fed enda lavere. Til tross for rekordstore overskudd og lave realrenter er bedriftene forsiktige med sine investeringer. En grunn til denne tilbakeholdenheten er den usikkerheten som preger amerikansk økonomi. Med store underskudd i offentlige budsjetter er det vanskelig å tenke seg at man unngår fremtidige skatteøkninger. Det vil dempe samlet etterspørsel og tære på reservene. Bedre da å holde på pengene enn å kaste seg ut i store prosjekter.

Belønningssystem som gir lave realinvesteringer

En annen grunn til moderate realinvesteringer ligger i belønningssystemet. Ettersom toppledere i mange amerikanske selskap har en stor del av inntekter knyttet til utviklingen av aksjekursen på selskapet, er det om å gjøre at kursen går så godt som råd er. I foretak der store realinvesteringer finner sted, må mye tid

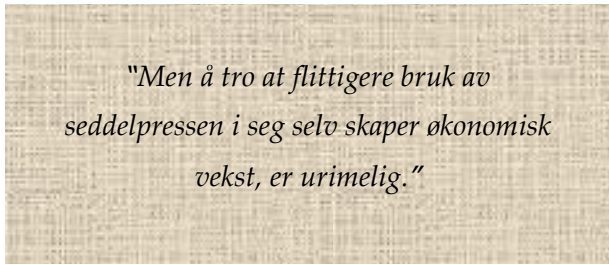
og krefter anvendes før investeringene gir den ønskede avkastningen. Bygninger skal reises, maskiner og utstyr anskaffes, og medarbeidere læres opp. På kort sikt kan økte realinvesteringer føre til fallende lønnsomhet – selv om hensikten og resultatet på lang sikt er det motsatte. Lavere lønnsomhet gir lavere aksjekurs, og verdien av aksjeopsjoner som toppledelsen nyter godt av, gir mindre klingende mynt i egen kasse. Bedre da å avstå fra store realinvesteringer og i stedet bruke penger til tilbakekjøp av egne aksjer. Det gir høyere aksjekurs, og dermed også økte inntekter for selskapets ledelse.

Det resonnementet som her er anført, har jeg fra Andrew Smithers, en selvstendig tenkende analytiker. Smithers poeng forsterkes av at toppledere i amerikanske bedrifter sitter kortere i jobbene nå enn før. Hvorfor investere på lang sikt når man bare belønnes for utviklingen på kort sikt?

Aksjonærenes interesser blir ikke godt ivaretatt av det systemet for belønning som har utviklet seg de siste par tiårene. Alt pratet om at incentivene for ledelsen skal sammenfalle med hva aksjonærene er tjent med, er nettopp det – prat.

I tillegg, hevder Smithers, har utviklingen i amerikansk økonomi de senere år, med stadig økende inntektsforskjeller, dempet veksten i privat konsum. Når de rike tar en stadig større andel av kaka, blir samlet forbruk mindre enn om inntektene hadde vært jevnere fordelt.

Belønningssystemet for topplederne i amerikanske foretak har makroøkonomiske



"Men å tro at flittigere bruk av seddelpressen i seg selv skaper økonomisk vekst, er urimelig."

konsekvenser. Realinvesteringene dempes, og veksten i forbruket holdes nede. Arbeidsløsheten biter seg fast på et altfor høyt nivå.

Aksjonærene bør gjøre felles sak med politikerne og se til at belønningssystemet for toppledere endres. Bemerker her at det primære ikke er misunnelse – at de tjener for godt – men de makroøkonomiske konsekvensene. Samlet etterspørsel i økonomien blir for liten på kort sikt. Og produksjonskapasiteten i amerikansk økonomi utbygges for sakte på lang sikt.

En kreativ pengepolitikk

En endring i avlønning av amerikanske toppledere kan ikke gjennomføres over natten. Med liten handlefrihet i finanspolitikken, og med en styringsrente nær null, hva kan da myndighetene i USA gjøre for å få fart på økonomien?

Kreativiteten i amerikansk pengepolitikk ser ut til ingen ende å ha. Det siste tiltaket i rekken går ut på at den amerikanske sentralbanken skal kjøpe obligasjoner basert på boliglån for 40 milliarder dollar i måneden. Og det så lenge som trengs inntil det to-delte mandatet til Fed er innfridd; lavere arbeidsløshet under bibehold av lav inflasjon. Quantitative Easing for tredje gang, eller QE3, som det heter, adskiller seg fra de to foregående ved at man ikke har satt noe tak på hvor mye likviditet som skal tilføres markedet.

Ved QE3 endrer Fed sammensetningen av aktiva som privat sektor eier. Obligasjonsbeholdningen i privat sektor reduseres, mens beholdningen av penger øker. Den bedre likviditeten håper man vil gi lavere rente. Og særlig på boliglån siden det er slike lån Fed nå tar over.

Under behandlingen i FOMC – det besluttede organet i Fed – stemte 11 av de 12 med stemmerett for tiltaket. Komiteen har ytterligere syv medlemmer uten stemmerett. Flere av dem var imot tiltaket, blant annet Richard Fisher, sjefen for Fed i Dallas, en av de 12 regionbankene som Fed består av. I et seriøst men samtidig muntert foredrag noen dager senere begrunner han sin beslutning. Med så god likviditet i økonomi-en, i hvilken grad vil ytterligere tilførsler av penger endre atferden? Fisher viser til en undersøkelse der ni av ti små og mellomstore bedrifter ikke er interessert i å låne mer, eller ikke ville ha noe problem med å låne mer, om de det ønsket. Noe tilsvarende gjelder for store foretak. Av 887 finansdirektører svarte 91 prosent at de ikke ville endre sine investeringsplaner om renten falt med ett prosentpoeng, og 84 prosent det samme om renten falt med to prosentpoeng.

“Nobody really knows what will work to get the economy back on course”, sier Fed-sjefen i Dallas. I stedet for ytterligere pengepolitiske eksperimenter, legger Richard Fisher ansvaret over på politikerne. Mens man i Fed på dannet og ryddig vis diskuterer mulige tiltak og til sist stemmer over forslagene, opptrer medlemmene av den amerikanske kongressen seg som fulle sjømenn. Kanskje var det å gå litt langt? Fed-sjefen i Dallas vil ikke fornærme noen, så fulle sjømenn må ha ham unnskyldt.

Penger er et slør

Ved QE3 i USA setter Ben Bernanke, sjefen for Fed, ytterligere fart i seddelpressen. Gjennom Feds oppkjøp av obligasjoner basert på utlån til boligeiere, skal milliarder av nye dollar tilflytte markedet. Men å tro at flittigere bruk av seddelpressen i seg selv skaper økonomisk vekst, er urimelig. Bortsett fra økt sysselsetting blant dem som betjener denne pressen. Men ettersom sedler er erstattet av

elektroniske penger, forsvinner selv denne virkningen på realøkonomien.

Penger forenkler transaksjonene i samfunnet og gjør økonomien som helhet mer effektiv. Men penger i seg selv skaper ikke verdier. Om én kilo bananer kan byttes i to kilo epler, er det en realøkonomisk realitet. Om prisen er 10 kr kiloen for epler og 20 kr kiloen for bananer, eller 100 kr kiloen for epler og 200 kr kiloen for bananer er saken uvedkommende.

Verdien av epler målt i bananer er uavhengig av den pengemessige siden av saken.

Med dagens kreative sentralbanker er det viktig å være klar over dette: At penger er et slør; slik at vi ikke lures til å tro at pengepolitikk kan levere noe den ikke kan levere – nemlig vedvarende økonomisk vekst.

30. september 2012

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>

Kreativ forskning



Månedsbrev 10 2012

I oppløpet til finanskrisen glemte man å beskrive det man så. I stedet nøyde man seg med å finpusse teoritunge modeller der aktørene er rasjonelle, informasjonen god og beslutningene av en slik karakter at ingen angrer på noe etterpå.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Forskning innebærer systematisk arbeid i forsøket på å skaffe seg ny kunnskap. Den deduktive metoden tar utgangspunkt i noen aksiomer om hvordan tingene henger sammen, og noen forutsetninger om hvordan aktørene oppfører seg. Med aksiomer og forutsetninger på plass følger konklusjonene. Det er snakk om en ren eksersis i logikk.

Den induktive metode starter uten noen bastant teori. Poenget er nitidige å observere det man er oppatt av. Hva er det egentlig som foregår? Og kan jeg utvikle en teori som kan forklare det?

Den deduktive metoden

John Mearsheimer heter en mann. Han er professor i statsvitenskap ved Chicago University og regnes blant haukene i amerikansk akademia. Etter hans vurdering synes en militær konfrontasjon mellom Kina og USA uunngåelig. Dette er dramatisk. Vel, egentlig er det ikke så dramatisk. Konklusjonen følger logisk av historien Mearsheimer forteller – eller av måten han setter sin modell opp på. Om jeg hadde hatt noe med amerikansk forsvarspolitikke å gjøre og i første omgang ble skremt av professor Mearsheimers historie, ville jeg gått hans fem forutsetninger nøyerer etter i sømmene. Er det noe USA kan gjøre som underminerer en eller flere av disse forutsetningene, slik at konklusjonen om en militær konfrontasjon mister gyldighet? Det er det.

Poenget i vår sammenheng er ikke å studere amerikansk forsvarspolitikke, men å peke på at den deduktive metoden for etablering av ny kunnskap ikke er noe annet enn en eksersis i logikk. Konklusjonen ligger innbakt i forutsetningene som gjøres.

Den induktive metoden

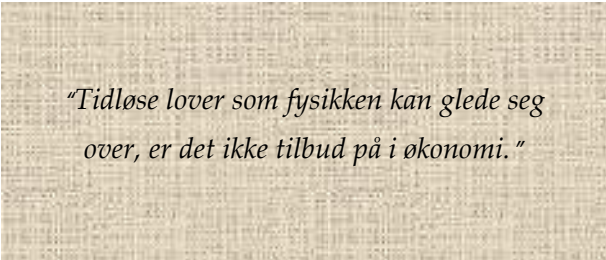
For å vinne ny innsikt i virkelighetens verden er det behov for å se grundig på det fenomenet man er opptatt av. Induksjon kalles det å forsøke å forstå ting på grunnlag av nøye observasjoner. Bare å beskrive det man ser kan være vanskelig nok. Biologer er flinkere enn økonomer her.

Ikke bare å observere, kreativitet er også viktig – at man evner å se mønstre og sammenhenger som kan danne grunnlag for gode hypoteser. Den deduktivt dyktige har kanskje mindre anlegg for slikt. Om én forsker er nysgjerrig og samtidig god på å observere verden rundt seg, mens en annen har sin styrke i å utlede logiske konsekvenser av en oppsatt hypotese, er det duket for et fruktbart samarbeid.

Økonomer burde bruke mer tid på gode hypoteser

I økonomifaget vil en god hypotese eller modell ta høyde for de institusjoner, normer og holdninger som gjelder for den tid og det sted dataene er hentet fra. Tidløse lover som fysikken kan glede seg over, er det ikke tilbud på i økonomi.

Økonomer bruker gjennomgående for liten tid på induksjon og for mye tid på deduksjon. Derfor blir modellene de lager ofte så sterile og uinteressant, uten kontakt med virkeligheten. Psykologer er ofte flinkere. Arbeidsmetoden til de to meget suksessrike



“Tidløse lover som fysikken kan glede seg over, er det ikke tilbud på i økonomi.”

psykologene Amos Tversky og Daniel Kahneman beskriver den ene av dem slik:

”Vi fant raskt frem til en måte å arbeide på som vi holdt fast på i mange år. Forskningen vår var en samtale, der vi fant på spørsmål og analyserte de intuitive svarene våre sammen. Hvert spørsmål var et lite eksperiment, og i løpet av én dag gjennomførte vi mange eksperimenter. Vi lette ikke etter det korrekte svaret ... Målet var å identifisere og analysere det intuitive svaret ...”

En slik måte å arbeide på legger vekt på induksjon, på det å observere. I tillegg bruker de seg selv som kilde til innsikt. Introspeksjon kalles det. Jeg tror det er en undervurdert kilde til gode hypoteser i økonomifaget. Atferden til de aktørene jeg modellerer, ligner den på min?

Strengt krav til form kan sperre for kreativitet

Om artikkelen man skriver på skal ha sjanse til å komme på trykk i et vitenskaplig økonomisk tidsskrift med godt renommé, må strenge krav til en rigorøs og konsistent fremstilling innfris. Men dermed kan kreativiteten hemmes. Alt må sys over samme lest. Og nysgjerrighet må vike for form.

Professor Robert Solow ved MIT fremholder hvor lett det er å undervurdere betydningen av ”nøye observasjoner og skarpsindige generaliseringer”. Og legger til at det er ”... mye som taler for at man bør se meget nøye på den biten av virkeligheten man er opptatt av, og ganske enkelt spørre; hva er det som foregår her?”

Nettopp det glemte man i oppløpet til finanskrisen, å stirre realitetene dypt inn i øynene, beskrive det man så, i et forsøk på å forstå hva som foregikk. I stedet nøyde man seg med å finpusse teoritunge, men akk så lite

anvendelige modeller der aktørene er rasjonelle, informasjonen god og beslutningene av en slik karakter at ingen angrer på noe etterpå.

Økonomisk historie er viktig ...

Økonomer som i hovedsak har sin akademiske trening i teori med generelle likevektsmodeller i sentrum, mangler ofte sammenligningsgrunnlag. Var det parallellt til krisen som startet i USA i oktober 1929, til situasjonen sommeren 2007? Hva diskuterte man som virkemidler den gang? Den som har trening i og kunnskap om økonomisk historie, kan lettere se nyanser i virkeligheten her og nå. Det blir lettere å finne frem til gode hypoteser.

Hyman Minsky (1919-1996) skrev mye om finanskriser. Han mente det var et nært samband mellom realøkonomi og hva som foregikk i bank- og finansvesen. Men det han skrev og sa brydde økonomer seg lite om. Bortsett fra sanner som Charles Kindleberger, professor ved MIT han også, som skrev en bok om finanskriser basert på Minskys teori.

... og det er det å lure på ting også

Charles P. Kindleberger observerte, lurte på ting og fortalte sine historier. På jakt etter selv å lære noe snarere enn å følge en systematisk agenda for sin forskning. Men han var også skeptisk til dem som mente seg å vite. Professor Robert Solow sier i forordet til en bok av Kindleberger, at han vurderte det slik at det å tviholde på rigide oppfatninger til tross for klare bevis om at tingene ikke forholdt seg slik, ”var en farlig form for irrasjonalitet, særlig når den var fremtredende hos folk med makt.”

Det er både trist og bekymringsfylt at en person med Kindlebergers tilnærming

kanskje ikke ville fått fast stilling ved et topp universitet i våre dager. Den type forskning han bedrev, blir ikke estimert nå for tiden, ville vel Hamsun sagt.

Stille før stormen

Minsky ble underkjent ikke fordi han sa det han sa. Men på grunn av måten han sa det på. Tiden hadde gått fra verbale resonnementer. Det var trist. For Minskys innsikt ville gitt en bedre forståelse i forkant av finanskrisen. Som kanskje dermed ville ha blitt mindre alvorlig. I etterkant, når krisen først var et faktum, ville bedre skolering i tidligere tiders kriser neppe vært noen ulempe. Virkningene av finanskrisen vil den vestlige verden slite med i mange år til.

Et sentralt element hos Minsky er at ubalanser lett bygger seg opp i gode tider, når kreditten flyter fritt og rentene er lave. Selve begrepet "The Great Moderation" som bl.a. Ben Bernanke, sjefen for den amerikanske sentralbanken, allerede i 2004 hadde på blokken som tema for forskning, ville ringt en bjelle hos Minsky. Når noe har gått bra lenge, og svingninger i økonomien er moderate, kan man frykte uro rundt neste sving. Om Minsky hadde levd og skulle annonsert et stort forskningsprosjekt i 2004, hadde han kanskje kalt det "Stille før Stormen"?

24. oktober 2012

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>

Kina og USA – Ikke så ulike utfordringer



Månedsbrev 11 2012

Obama må balansere de offentlige budsjettene slik at statens gjeld slutter å vokse. Xi må sørge for en jevnere inntektsfordeling slik at samlet forbruk vokser raskere.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Tidlig i november ble Barack Obama gjenvalgt som president i USA – fire nye år venter. Halvannen uke senere ble Xi Jinping utnevnt til generalsekretær i Det kinesiske kommunistpartiet – to ganger fem år venter – om alt går etter planen.

De politiske utfordringene til Obama og Xi er ikke så ulike. Begge må få til et fruktbart samarbeid mellom sterke grupperinger med sprikende interesser. Obama må håndtere en Kongress der republikanerne har flertallet i Representantenes Hus. Xi må balansere de ulike politiske fraksjonene innen Det kinesiske kommunistpartiet. Videre må Xi lykkes bedre enn sin forgjenger i kampen mot et problem som bare blir verre, nemlig den utstrakte korrupsjonen.

De økonomiske utfordringene er heller ikke så ulike. Begge må få på plass et mer robust økonomisk system. Obama må balansere de offentlige budsjettene slik at statens gjeld slutter å vokse. Xi må se til at fattigfolk bli mindre fattige slik at det private forbruket kan ta over som pådriver for veksten i samlet etterspørsel.

Politiske og økonomiske utfordringer for Barack Obama

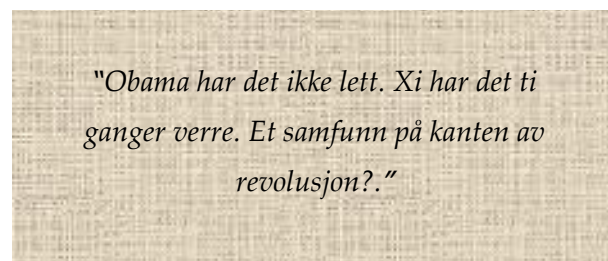
I sin innsettelsestale som president i januar 1981 sa Ronald Reagan: "I denne krisen er ikke regjeringen løsningen på våre problemer, regjeringen er problemet". Velferdsstaten som fenomen og fremtid diskuteres ikke lenger i Norge. Synet på statens oppgaver er et ganske annet i USA. Man skal klare seg selv. I harde tider må slekt og venner, naboer og trosamfunn, trå støttende til. Eventuelt lokale myndigheter, men ikke lenger opp enn til delstatsnivå. Under valgkampen hevdet Mitt Romney det umoralske i bistand fra føderalt nivå ved naturkatastrofer.

Det er noe amerikansk over dette å skulle klare seg selv som vi nordmenn har vanskelig for å skjønne. Derfor avviser vi det som tåpelig. Men har du tenkt på dette: Hvordan reagerer utlendinger når du forteller dem om "markagrensen" i Oslo? At man ikke har lov til å bygge boliger utover der boliger allerede er. At man ikke kan legge vei og jernbane gjennom Nordmarka fra Oslo til Hønefoss og dermed kutte reisetiden ned til det halve. Er det noe vi i Norge har nok av så er det skog og fjell og urørt natur. Å ta en liten bit av dette for gode formål – bolig, vei og jernbane – med stor samfunnsøkonomisk avkastning, kan vel ikke være noe problem? Prøv å forsvare markagrensen for en utlending. Hun ser dumt på deg. Jeg lover.

Poenget her er ikke å diskutere markagrensen (som jeg er glad for at vi har). Poenget er at folk i andre land har andre seder og skikker, erfaringer og holdninger. Som ikke trenger å være "dumme" selv om vi nordmenn ikke skjønner dem.

Skal gjeldsoppbyggingen på statens hånd i USA stanses ved økte skatter eller ved reduserte utgifter? Ja takk, begge deler. Men hvilken vektfordeling? Og hvordan få i stand et forlik? Det er Obamas fremste oppgave i de nærmeste ukene fremover. Om ikke forlik kommer i stand, vil offentlige utgifter automatisk kuttes, etterspørselen falle og arbeidsløsheten trolig øke.

Obama vant valget. Han fikk tre millioner flere stemmer enn Mitt Romney. For fire år siden var seieren klarere – hele ti millioner flere stemte på Obama enn på John McCain. Likevel – et nytt mandat har Obama fått.



Hvordan vil han bruke den politiske kapitalen denne seieren har gitt ham? Legge Bergensbanen gjennom Nordmarka? Neppe. Helse-reformen fra 2010 får klare seg.

For å lykkes i forhandlingene med republikanerne må president Obama, sier Sir Harold Evans i Sunday Telegraph, være storsinnet som Theodor Roosevelt og fleksibel som Franklin Roosevelt, ha forhandlingsevne og tålmodighet som Lyndon B. Johnson, og sjarmen og åpenheten til en Bill Clinton. Pluss en god porsjon flaks.

Politiske og økonomiske utfordringer for Xi Jinping

Obama har det ikke lett. Xi har det ti ganger verre. Et samfunn på kanten av revolusjon?

Forventningene i det kinesiske samfunnet har løpt fra realitetene. Bedre blir det ikke av de stadig økende forskjellene. Da Deng Xiaoping tok over som Kinas fremste leder var forskjellene i levestandard mindre enn i Norge – alle var nesten like fattige. Nå er forskjellene større enn i USA. En konsekvens av de store ulikhetene er at det private forbruket holdes nede. Om Kina skal lykkes med fortsatt god økonomisk vekst, er det helt vesentlig at levestandarden til den jevne kineser går opp. Modellen basert på at utlendinger skal kjøpe en stadig større andel av hva kineserne selv produserer, uten at importen økes tilsvarende, er gått ut på dato.

Deng var pragmatisk. Det spiller ingen rolle om katta er svart eller hvit, bare den fanger mus. Deng leverte varene. Økonomisk vekst. Men korrupsjon har fulgt med som nissen på lasset. I en ettpartistat kan det vanskelig være annerledes. Fravær av alternativer gir den som har makten, stor makt.

Videre er et uavhengig rettsvesen ikke forenlig med ettpartistaten. Hvorfor det?

Fordi Partiet med stor P og med monopol på makten, alltid kan overprøve rettsvesenet. Slik er det i dagens Kina. Men når velstanden vokser, åpenheten blir større og informasjonen flyter friere, blir det ikke så lett å legge lokk på tiltakende misnøye.

Partiet er ingen monolittisk enhet. Motsetninger som i demokratiske samfunn slår ut i nye partidannelser, må holdes innen Partiets fire vegger i Kina. Det er to hovedfraksjoner i Det kinesiske kommunistpartiet. Den ene, Shanghaiklikken, har økonomisk vekst øverst på dagsorden. Jiang Zemin som gikk av som Kinas øverste leder for ti år siden, er en sentral person her, sine 86 år til tross. Den andre fraksjonen står Hu Jintao for, lederen som i disse dager gir stafettpinnen videre til Xi Jinping. I sine ti år som generalsekretær for Partiet og president for landet har Hu hatt utviklingen av et "harmonisk samfunn" på toppen av sin dagsorden. Bekjempe forurensning, dele godene jevnere og å utvikle bedre tilbud til gamle, syke og pensjonister er sentrale elementer her.

Å erkjenne at forskjellene øker og korrupsjonen tiltar – her er en klar sammenheng – må kjennes smertelig. Men nettopp det var Hu ærlig nok til å gjøre i sin siste store tale til Folkekongressen. En tale som var ført i pennen av hans etterfølger, Xi Jinping.

Hvor står Xi i dette bildet? Det kan ingen med sikkerhet si. Men en ting synes sikkert. Skal Xi lykkes med å holde Kina sammen, må han ta kampen opp med mange og sterke særinteresser. De store statseide foretakene er en slik gruppe. Mye makt er samlet i dem. De om lag hundre største er samlet i et eget holdingselskap (SASAC). Likevel, staten har store problemer med å få disse selskapene til å betale utbytte til Finansdepartementet, som er jo eieren. Underlig. Et det ikke eieren som bestemmer? Jo, på papiret.

Men tenk tilbake på Statoil i Norge midt på 1980-tallet. Hvordan dette statseide oljeselskapet var i ferd med å få for stor makt. Kunne overkjøre departementer og politikere med sin innsikt, sine kunnskaper og sine penger. Enden på visa ble opprettelsen av Statens Direkte Økonomiske Eierinteresser (SDØE), der eierskapet av oljen ble lagt, utenfor Statoil, statens eget oljeselskap.

Hvor lenge holder den kinesiske modellen?

Jamil Anderlini, en av Financial Times ypperlige journalister på Kina, var på nattklubb nylig. Han nyter kostbar konjakk sammen med en nylig avgått "senior officer" i politiet

og en rik eiendomsutvikler. Det hele blir surrealistisk, sier Jamil, når de to skåler hjertelig. For hva? For Partiets sammenbrudd. To som har skodd seg godt på Partiet, men som nå fordømmer den korrupte atferden til dem som har makten der.

Om ikke korrupsjonen tas ned, går Kina i oppløsning. Om kampen mot korrupsjon skal vinnes, må Det kinesiske kommunistpartiet la andre partier vokse frem. Slik at maktmonopolet Partiet nå har, brytes. Se hen til Taiwan. Kineserne der har maktet dette kunststykket.

20. november 2012

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>

Kinas tapte tiår



Månedsbrev 12 2012

Utsagnet om at stabiliteten bevares i Kina bare den økonomiske veksten er høy, holder ikke. Hvem som nyter godt av den materielle fremgangen, betyr også noe.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

I slutten av november dro jeg til Shanghai. Det var to år siden sist. Økende velstand, flere butikker og bedre utvalg. Ikke så billig som sist, men stor kjøpelyst. Og likevel. En stemning av noe som ligner på apati, men der ordet apati er for sterkt. Man venter på noe. Noe må skje. Hvorfor? Og hva?

Maktskifte i Kina

Midt i november marsjerte Xi Jinping inn på podiet med seks mann i helene og vel to tusen delegater til den attende partikongressen i salen. Alle de marsjerende i mørk dress, sort hår – trolig farget – og røde slips. Bortsett fra ett blått. Som andremann i rekken kom Li Keqiang. Han blir statsminister i mars. Duoen Xi/Li tar over for duoen Hu Jintao/Wen Jiabao.

Samtidig som Xi tar over som sjef generalsekretær i Det kinesiske kommunistpartiet (CCP), blir han også sjef for Militærkommisjonen. I mars til neste år tar han den tredje posten til Hu, nemlig president i Folkerepublikken Kina. Ettersom Kina etter grunnloven styres av Partiet, er stillingen som generalsekretær for Partiet langt viktigere enn jobben som president for landet.

Med seg i ledergruppen for Kina – den syv mann store faste komiteen til det 25 mann store Politbyrået – har Xi seks garvede politikere. Hva slags Kina tar de over?

Et Kina som under Hus ti år ved roret har hatt en eventyrlig økonomisk utvikling. Med en gjennomsnittlig vekst på over ti prosent pr. år har Kina gått fra å ha verdens sjette største økonomi til å ha verdens nest største. Gjennom imponerende eksportoverskudd har landet samlet opp milliarder av dollar som nå brukes planmessig og aktivt til oppkjøp av foretak og ressurser i andre land – over hele kloden. Nylig sjøsatte Kina sitt første

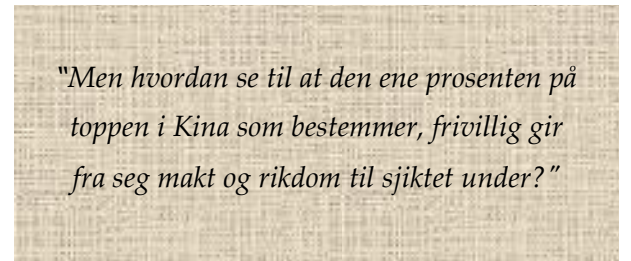
hangarskip. Det gir både stolthet og større militær styrke.

Hu for harmoni

Og likevel. Kina stod stille under Hu. Da han tok over hadde den forrige duoen Jiang Zemin og Zhu Rongji sørget for at Kina ble medlem i Verdens handelsorganisasjon (WTO), gått løs på og slanket kraftig den statseide delen av industrien, og åpnet opp for et boligmarked der folk selv kunne eie hus og leiligheter. Årene frem til finanskrisen i 2008 kom kastende over verden, var gode for Kina og gode for verden. Kina nøt godt av en internasjonal økonomi i vekst. En noe undervurdert valuta gav pen utvikling i eksporten. Som i perioden 2003-2007 vokste med i gjennomsnitt 25 prosent i året.

Hu kom langt på vei til dekket bord hjemme, og til en ekspanderende økonomi ute. Alt hans prat om utviklingen av "det harmoniske samfunn" forble nettopp det – i stor grad bare prat. Under Hu har ulikheten blitt større, og harmen blant mange er økende. Utsagnet om at stabiliteten bevares i Kina bare den økonomiske veksten er høy, holder ikke. Hvem som nyter godt av den materielle fremgangen, betyr også noe.

Utbredt korrupsjon der de med politisk makt tar del i velstandsøkningen i bytte med at forretningsfolk får de nødvendige stempler på de nødvendige papirer, preger dagens Kina. Og videre, arbeidstakere fra landsbygda som jobber i byene, får ikke tilgang på helsetjenester, pensjon og skoler for sine barn



"Men hvordan se til at den ene prosenten på toppen i Kina som bestemmer, frivillig gir fra seg makt og rikdom til sjiktet under?"

på linje med hva byboere nyter godt av. De blir for annenrangs innbyggere i eget land å regne.

Hu og Wen leverte økonomisk vekst og klarte å beholde makten i sine ti tilmålte år. Ingen liten prestasjon. Men hva gjorde de egentlig? Med stenansikt utstyrte Hu grunnloven i Kina med en ny paragraf om "vitenskapelig utvikling". Slik at han kunne føye sitt navn til forgjengernes: Maos tanker, Dengs reformer og Jiangs åpning for "røde kapitalister", dvs. for at forretningsfolk også kunne bli medlem av Partiet.

... og fredelig fremmarsj?

Mer konkret, hva gjorde Hu/Wen egentlig? I starten, en vellykket håndtering av SARS-epidemien som avgående Jiang uten hell hadde prøvd å dysse ned. Forventningene til Hu/Wen var høye. Nye koster som ville utvirke det harmoniske samfunnet. Og dessuten sørge for "peaceful rise" eller fredelig fremmarsj på den internasjonale arena. Midtens rike hadde ikke til hensikt å true noen.

Men det ble med ordene. Nytt hangarskip, økte militærutgifter og en mer aggressiv fremferd i Sør-Kina-havet gir ikke assosiasjoner til fredelig fremvekst. Uroen rundt eierskapet til noen klipper i havet som Japan nå besitter, men som Kina gjør krav på, står i fare for å gli ut av kontroll. At USA har tonet flagg og sier de holder med Japan, gjør ikke situasjonen enklere for de nye kinesiske lederne. Om de samme øyene sa Deng Xiaoping i sin tid at man skulle la tiden arbeide – at fremtidige generasjoner fikk løse denne tvisten. Politikere i Japan eller Kina som viser ettergivenhet her, vil lett miste legitimiteten hos sine egne. Er det mulig at Dengs løsning – la tiden arbeide noen tiår til – kan være svaret denne gangen også?

Fredelig fremvekst preger ikke Kina på bortebane. Og utviklingen av det harmoniske samfunn ser vi lite av på hjemmebane. Forskjellen mellom by og land er stor. I fattige Gansu er gjennomsnittsinntekten bare 10-12 prosent av ditto i velstående Shanghai. Men velstanden i Shanghai gjelder ikke alle. Forskjellen mellom fattige fremmedarbeidere og rike shanghaiere er trolig økende.

Kina vil ha en større middelklasse

På en konferanse om behovet for fremveksten av solid middelklasse i Kina, som jeg deltok på og som fant sted på øya Hainan – lenger syd i Kina er det ikke mulig å komme – ble det sagt at mens de ti prosent rikeste i landet på slutten av 1970-tallet hadde syv ganger mer i inntekt enn de ti prosent fattigste, var denne forskjellen nå økt til 41 ganger. Middelklassen i Kina, ble det videre sagt, utgjorde bare 24 prosent av befolkningen. Denne andelen ville man nå øke til 40 prosent i løpet av åtte år, dvs. med to prosentpoeng i året.

Hvorfor det? Fordi en solid middelklasse bidrar til stabilitet. Historien viser, fremholdt flere foredragsholdere, at en fornøyd middelklasse i seg selv virker stabiliserende på et samfunn. Og videre vil en slik klasse – et solid borgerskap, kunne vi kanskje kalle den – holde dem med makt i ørene. En middelklasse vil med andre ord kunne bevirke de nødvendige "checks and balances" på Det kinesiske kommunistpartiet, hvor all makten i Kina nå er samlet, og også på regjeringsapparatet som styrer 1,3 milliarder kinesere.

Mao Zedong har nok rotet mange ganger i graven siden Deng tok over makten i desember 1978 og brakte markedsøkonomien til Kina. Men tempoet i rotasjonene går vel ytterligere ett hakk opp nå som fremveksten av et borgerskap er hva som skal til for å

redde Folkerepublikken Kina der CCP i følge grunnloven har monopol på makten.

En av innleiderne på konferansen ville gjerne redde Mao. "Middelklassen er revolusjonær", forkynte han. For når velstanden stiger og arbeiderne får det bedre, vokser mange arbeidere inn i middelklassen. Og, la foredragsholderen til, middelklassen kan også gjøre opprør.

En fransk adelsmann leses intenst i Beijing i disse dager

Nettopp dette siste er ledelsen i Beijing smertelig klar over. Derfor studerer man for tiden nøye boken til Alexis de Tocqueville fra 1856 om den franske revolusjonen. "Stadig økende velstand", sier denne franske adelsmannen, "snarere enn å roe ned befolkningen, skaper over alt en stemning av uro". Når denne uroen brer seg og folk i økende grad blir klar over urettferdigheten og ulikhetene i samfunnet, beredes grunnen for en revolusjon. Det gamle regimet og revolusjonen, som boken til de Tocqueville heter, kan nok ta nattesøvnen fra mang en korrump kinesisk leder.

Så hva skal de gjøre? Xi Jinping og Li Keqiang. Først må de konsolidere makten. Få Folkets frigjøringshær trygt på sin side. Skaffe seg allierte som kan ta kampen opp blant annet mot statseide selskap med monopol og urimelig makt, som nekter å dele overskuddet med sin eier, nemlig staten. Etter konsolidering av makten må reformer iverksettes. Har Xi og Li samme kraft og saft som Jiang Zemin og Zhu Rongji? Særlig Zhu som en periode var både visestatsminister og sentralbanksjef, hadde kraft til å handle. Til å ta fra folk fordeler. Som å hive en udugelig

sentralbanksjef og selv ta over. Som å stille krav til statseide foretak og la mange av dem gå konkurs slik at 40 millioner statsansatt i løpet av få år mistet jobbene sine.

På konferansen var det noen som i pausen dristet seg til å snakke om ti bortkastede år under Hu – på samme måte som man snakker om det tapte tiår i Japan etter bolig- og aksjebobler som brast på tampen av 1980-tallet. I mitt innlegg på konferansen tok jeg for meg sitater fra Alexis de Tocqueville, at fremveksten et borgerskap eller "Middle Income Group" ser ut til å være Xis og Lis store prosjekt. Men hvordan se til at den ene prosenten på toppen i Kina som bestemmer, frivillig gir fra seg makt og rikdom til sjiktet under? Det krever både visdom og mot hos lederskapet. Og trolig en god porsjon flaks.

I Kina er den fjerde statsmakt den andre statsmakt

En form for maktfordelingen er hva Kina trenger. Der de ulike utøvere av makten – lovgivende, utøvende og dømmende myndigheter – balanseres mot hverandre. I dagens Kina er all makt samlet på Partiets hånd. Den fjerde statsmakt, pressen og media for øvrig, er blitt den andre statsmakt. Informasjonssamfunnet og moderne teknologi – internett og alt det der – gir denne andre statsmakt i Kina langt større muligheter enn noen gang tidligere. Vil denne makten kunne bevirke at Partiet godtar fremveksten av andre partier slik at et demokrati kan vokse frem på fredelig vis?

18. desember 2012

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>

Working Paper Series

- 1/08 **Houg, Kjetil**
A note on the concept of risk
- 2/08 **Isachsen, Arne Jon**
Bolig- og finanskrisen i Amerika
- 3/08 **Isachsen, Arne Jon**
Kjøp og salg av risiko
- 4/08 **Husum, Hans Olav**
Hvor kommer pengene fra?
Kilder til meravkastning i Statens Pensjonsfond Utland
- 5/08 **Steigum, Erling**
Befolkningsaldring, pensjonsreformer og realøkonomi
- 6/08 **Isachsen, Arne Jon**
Om finanskrisen i USA
- 7/08 **Isachsen, Arne Jon**
Kommer Amerika tilbake?
- 1/09 **Isachsen, Arne Jon and Ole C. Sand**
China's revival
- 2/09 **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Den menneskelige faktor
- 3/09 **Chand, Sheetal K.**
The IMF, the credit crunch and Iceland: A new fiscal saga?
- 4/09 **Liikanen, Erkki**
Finland, EMU and the euro
- 5/09 **Isachsen, Arne Jon**
Kina viser muskler
- 6/09 **Isachsen, Arne Jon**
En dag med China Daily
- 7/09 **Isachsen, Arne Jon**
Scener fra en finanskrise
- 1/10 **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Konsekvenser for USA
- 2/10 **Isachsen, Arne Jon**
Korrupsjon i Kina – Kommet for å bli?
- 3/10 **Isachsen, Arne Jon**
Om spekulasjon i valutamarkedet
- 4/10 **Steigum, Erling**
Norsk økonomi etter 1980 – fra krise til suksess
- 5/10 **Isachsen, Arne Jon**
Fortellinger om samfunnet

Working Paper Series

- 6/10** **Isachsen, Arne Jon**
Hva Kina vil
- 7/10** **Isachsen, Arne Jon**
Kinas makt
- 1/11** **Børsum, Øystein**
Exchange Rate Risk in the Government Pension Fund Global
- 2/11** **Isachsen Arne Jon**
Penge- og valutapolitikk i Kina
- 3/11** **Alstadheim Ragna**
Om nye virkemidler i pengepolitikken – avgrensning mellom pengepolitikken og finanspolitikken
- 4/11** **Isachsen Arne Jon**
Økonomi er risikosport
- 5/11** **Steigum Erling**
The Norwegian Banking Crisis in the 1990s: Effects and Lessons
- 6/11** **Isachsen Arne Jon**
Felles valuta krever felles vaner
- 1/12** **Isachsen Arne Jon**
Is China Falling Apart?
- 2/12** **Isachsen Arne Jon**
På vandring
- 3/12** **Nerheim, Reidun Grue**
Investeringsstrategien for statens pensjonsfond utland
- 4/12** **Steigum, Erling**
Sovereign wealth funds for macroeconomic purposes
- 1/13** **Isachsen, Arne Jon**
Bollinger champagne

Norges Bank Watch Report Series

- No 1/2000** **Hamilton, Carl , Øystein Thøgersen, Marianne Andreassen og Harald Magnus Andreassen**
Norsk pengepolitikk, Norges Banks rolle og bankens gjennomføring av pengepolitikken i 1999 og første del av 2000
- No 2/2001** **Andreassen, Harald Magnus, Paul De Grauwe, Haakon Solheim and Øystein Thøgersen**
A review of inflation targeting, the Norwegian monetary regime and its institutional arrangements and Norges Bank's actual monetary policy and communication
- No 3/2002** **Svensson, Lars E. O., Kjetil Houg, Haakon O. Aa. Solheim and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway
- No 4/2003** **Ekeli, Thomas, Anne Kari Haug, Kjetil Houg and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy in Norway.
- No 5/2004** **Bjørnland, Hilde C., Thomas Ekeli, Petra M. Geraats and Kai Leitemo**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 6/2005** **Dørum, Øystein, Steinar Holden and Arne Jon Isachsen**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 7/2006** **Dørum, Øystein and Steinar Holden**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 8/2007** **Goodfriend Marvin, Mork Knut Anton and Söderström Ulf**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 9/2008** **Juel Steinar, Molnar Krisztina and Røed Knut**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 10/2009** **Bergman Michael, Juel Steinar and Steigum Erling**
Monetary Policy and the Financial Turmoil.
- No 11/2010** **Bjørnland Hilde C., Clarida Richard, Holvik Elisabeth and Steigum Erling**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 12/2011** **Bjørnland Hilde C. and Wilhelmsen Bjørn Roger**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 13/2012** **Torvik Ragnar, Vredin Anders and Wilhelmsen Bjørn Roger**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.

CME

Centre for Monetary Economics, Norwegian School of Management BI

Office Manager: Siv Bjercke

Address: Nydalsveien 37, N-0484 Oslo, Norway

Phone +47 46 41 07 91. Fax +47 46 41 08 01.

E-mail: cme@bi.no <http://www.cme.no>

ISSN 1503-3031