

Working Paper Series 3/15

NÅR GJELDEN BLIR FOR STOR

Arne Jon Isachsen
CME/BI

Juni 2015



Centre for Monetary Economics
BI Norwegian Business School

ISSN 1503-3031

Når gjelden blir for stor

| | |
|---------------------------|---------|
| Hvem skal eie bankene? | Side 3 |
| Når gjelden blir for stor | Side 7 |
| Sover OECD i timen? | Side 11 |
| Velferd på kinesisk | Side 14 |
| Konkurrerende lettelser | Side 23 |
| Familien i sentrum | Side 27 |
| En rapport til besvær | Side 31 |
| Bonuskulturen | Side 36 |

Dette arbeidsnotatet setter sammen brevene fra årets seks første måneder.

Hvem skal eie bankene?



Månedsbrev 01/2015

Med betydelige høyere krav til egenkapital ville amerikanske storbanker fått nye eiere. Da ville de betjent det samfunnet de er en del av på en bedre måte.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

I 1911 ble amerikanske Standard Oil brutt opp i 33 mindre selskaper, etter ordre fra Høyesterett, som la til grunn at selskapet var et illegalt monopol. Markedsandelen som Standard Oil hadde for raffinerte olje-produkter i USA – i hovedsak parafin – husk dette var før biler ble produsert på samlebånd, hadde rett nok gått ned fra nær 90 prosent i 1906 til 64 prosent i 1911. Likevel ble selskapet anklaget for "unfair" forretningsmetoder; fra misbruk av kontrollen selskapet hadde med rørledninger og diskriminering av konkurrentene ved bruk av jernbane for transport, til ufine metoder i konkurransen for salg av petroleumsprodukter.

Verdens største oljeselskap, bygget opp over noen årtier av David D. Rockefeller, verdens rikeste mann – paradoksalt nok etter oppdelingen av Standard Oil, ved de enorme inntektene han fikk ved å selge seg ned – hørte nå historien til. Monopoler som oppheves, fører til sterkere konkurranse, lavere priser og bedre utnyttelse av ressursene.

Finanskrisen – og store banker blir enda større

Finanskrisen i USA har hatt motsatt virkning. De fire største bankene i USA (JPMorgan, Citi, Bank of America og Wells Fargo) har nå to tredjedeler av markedet for bankinnskudd, og en enda større andel av handelen med verdipapirer. Dette er betydelig mer enn høsten 2008, da finanskrisen startet. At dette er en uønsket sterk konsentrasjon av eierskapet i den amerikanske finanssektoren, er det liten grunn til å tvile på. Nylig gav den

... bankene må endre en "unethical culture" eller innse at de vil bli brutt opp i mindre enheter.

makten denne monopolkapitalen sitter på seg uttrykk i at lobbyister fra Citi skrev inn, omtrent ord for ord, et avsnitt i en lovt tekst i Kongressen som handlet om noe helt annet, nemlig om USAs statsbudsjett, et avsnitt som åpner opp for at bankene i større grad kan drive med risikofylt virksomhet som de i kjølvannet av finanskrisen, i lovs form, hadde fått klar beskjed om å ligge unna.

Mens Kongressen og Høyesterett kjørte over Standard Oil i 1911, og over finansmarkedets store spillere i 2010, ved den såkalte Frank-Dodd loven som regulerer virksomheten til dette vesenet (men hvor man fortsatt fyller ut utfyllende regler), synes bildet nå i ferd med å snu. De store finansforetakene, med sin hærske av lobbyister, sitter igjen i førersetet og dikterer politikerne hva de skal mene.

Ikke nok med det. Kulturen på Wall Street har ikke gjennomgått den katarsis eller renselse man kunne forvente i kjølvannet av finanskrisen, hvis årsak i ikke liten grad var utstrakt grådighet, et lemfeldig regelverk, samt slett bankhåndverk. Eller som sjefen i Fed i New York (filialen til den amerikanske sentralbanken), Bill Dudley nylig uttalte, at bankene må endre en "unethical culture" eller innse at de vil bli brutt opp i mindre enheter.

Men finnes det ikke en tredje vei, om størrelse og kultur ikke så lett lar seg endre? Jo, bankene trenger nye eiere. Hva sikter jeg til?

Markedssvikt gir for billige innlån

Om en bank ansees "too big to fail", legger innskyttere og långivere til banken til grunn at de vil bli reddet av myndighetene dersom banken skulle gå på en alvorlig smell. Skattebetalerne vil ta regningen, og ikke de som har fundet banken. Hvilket betyr at banken kan oppnå billigere funding i markedet enn den egentlig burde, gitt den gratis forsikringen som ligger i merkelappen "too big to fail". En markedssvikt, kaller økonomene det, når markedet gir feil pris på saker og ting, i dette tilfellet gir markedet for billige innlån til store banker. I en slik situasjon blir det i bankens interesse å håve inn mest mulig av den subsidien som ligger i at den kan låne billigere i markedet enn den burde, hvilket fører til argumentet om at egenkapitalen er "dyr" – hvilket jo er riktig gitt markedssvikten nettopp nevnt.

Konsekvensen blir for lav egenkapital enn hva "Samfunnsoppdraget" til banken tilsier at den burde hatt. Ønsket om lav egenkapital blir ytterligere forsterket ved det belønningssystemet som ledelsen har, basert på kursutviklingen på bankens aksjer.

Alt dette er vel kjent. Men hvordan endre på sakene? Hvordan se til at Samfunnsoppdraget til bankene blir bedre ivaretatt av bankene selv? Ganske enkelt ved å gjøre som professor Admati ved Stanford University lenge har

sagt – la amerikanske banker ha et uvektet egenkapitalkrav på 20 prosent. Da vil de måtte si til sine aksjonærer at de kan forvente toppen åtte-ti prosent avkastning på sine plasseringer i bankaksjer, kanskje mer realistisk, fem-seks, snarere enn 12-15 prosent. Med 20 prosent i egenkapital blir sannsynligheten for konkurs der skatte-betalerne må inn med friske penger, redusert til passende nivå, til et tall nær null.

Med et krav på 20 prosent i egenkapital vil den markedssvikten som ligger i at store banker tjener fett ved at fundingen blir subsidiert, bli kraftig redusert.

Behov for større gjennomsiktighet og stabile rammebetingelser

Med enkle regler for bankvirksomhet – som stabile og lett beregnelige krav til egenkapital – bedres gjennomsiktigheten i virksomheten. Det borger for sterkere konkurranse. Minner i denne forbindelse om hva Martin Wolf i Financial Times for ikke lenge siden anførte: Ved å la noen poster på aktivasisden ha lav eller null krav til egenkapital, fristes bankene til store utlån her. Så store at aktivabobler kan utvikles, hvilket gjør at lån til slike segmenter, som i utgangspunktet ble ansett som risikofrie, blir det eksakt motsatte. Og nullvektingen blir helt feil. Tenk bare på greske statsobligasjoner, eller egentlig på alle lands statsobligasjoner. Hvorfor nullvektes de? Her

har man ikke engang mulighet for sikkerhet i pant av noe slag.

Med uvektet kapitalkrav på 20 prosent, kan man stanse alt flisespikkeriet rundt buffere av egenkapital til bankene av ulike karakter; motsyklisk, systemviktig, "you name it". Slike buffere som endrer seg etter byråkraters og sentralbankfolks vurderinger, bidrar til redusert forutsigbarhet og ustabile rammebetingelser for bankene. Er det slik vi vil ha det?

Med et krav på 20 prosent i egenkapital vil den markedssvikten som ligger i at store banker tjener fett ved at fundingen blir subsidiert, bli kraftig redusert. Både fordi bankene ikke lenger har så stor andel fremmedkapital. Og fordi med høyere egenkapital i banker generelt, vil subsidien som "too big to fail" innebærer, bli mindre.

At låntakerne må betale noe mer for å låne penger, dvs. at renten i samfunnet generelt sett blir noe høyere, muligens, ved en slik omlegning, er ikke noe argument mot en omlegning à la Admati. Forestillingen om at det gjelder å ha lavest mulig rente til en hver tid, kan høres tilforlatelig ut. Imidlertid er ikke renten en pris vi skal ha så lav som mulig. For samfunnet gjelder det å ha den renten som til enhver tid er best mulig tilpasset den økonomiske situasjonen i landet. Markedssvikt som gir for billig funding, er ikke samfunnet tjent med.

Amerikanske banker trenger mer egenkapital og nye eiere

Når banksjefer går ut og sier, kjøp aksjer i vår bank og forvent 12-15 prosent i avkastning, treffer de mange investorer. Om banksjefene i stedet gikk ut og sa, kjøp aksjer i vår bank og forvent syv-åtte prosent i avkastning, men med mindre risiko enn tidligere, treffer de andre typer investorer. Med krav om minst 20 prosent i uvektet egenkapital i amerikanske banker, snarere enn dagens fire-fem prosent, ville bankene vært presset til å ta ned forventningene til avkastningen på egenkapitalen. Det ville gitt USA et mer robust bankvesen.

Og er det ikke nettopp det USA trenger? Hvilket altså fordrer en ny type eiere; de litt trauste, kjedelig, trygghetssøkende som liker det sikre fremfor det spektakulære. Med slike eiere på plass, vil bankene i langt større grad fylle sitt Samfunnsoppdrag. Og det er vel det vi egentlig har banker for?

Når jeg nå leser gjennom linjene over, kan jeg ikke annet enn å rope hurra. For hva? For de norske sparebankene. Med relativt mye egenkapital, relativt enkle produkter, samt fokus på kunder i eget nærområde, som de har gode kunnskaper om, løser norske sparebanker sitt Samfunnsoppdrag på bedre måte enn megabankene i USA.

9. januar 2014

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

Når gjelden blir for stor



Månedsbrev 02/2015

Eiere av tyske bankaksjer og kjøpere av tyske bankers gjeldspapirer burde fått seg en smekk for fem-seks år siden. I stedet ligger tyske skattebetalere an til å få smekken nå.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

For et par uker siden vant det venstreradikale partiet *Syriza* valget i Hellas. Ut med Antonis Samaras som statsminister, inn med Alexis Tsipras. Som sammen med det høyreorienterte *Uavhengige grekere*, et utbryterparti fra det avtroppende konservative regjeringspartiet *Nytt demokrati*, har et solid flertall i den nye nasjonalforsamlingen.

Den greske staten sliter

Demokrati i virksomhet selv om mange ikke liker det de ser. Hva har Alexis oppe i ermet? Vil han klare å få EU-topper og toppbyråkrater i Det internasjonale penge-fondet (IMF), enn si de radikale innen eget parti, samt folkene i det konservative støtte-partiet, med på opplegget sitt? Og hva går opplegget hans egentlig ut på?

Under gjeldsforhandlingene i London i 1953 ble kravet til Tyskland sett i lys hvordan den jevne tysker ville bli berørt, "... reducing German consumption was not an acceptable way to ensure repayments of debts", som professor Benjamin Friedman ved Harvard minner om.²

Det er vel en slik stemning og slike holdninger den nye greske regjeringen ønsker å etablere på bred basis, som erstatning for den "sparelinjen" som har vært ført de siste seks årene, siden krisen startet, og som har resultert i et BNP for 2014 som ligger 26 prosent under nivået fra 2008; som har gitt en arbeidsledighet på, pussig nok, de samme 26

prosentene; og en ungdomsledighet på vel det dobbelte. Gjelden som den greske staten sliter med, har økt jevnt og trutt og nærmer seg nå 180 prosent av BNP, henimot verdensrekord, bare Japan ligger over, men til forskjell fra den japanske staten, som har gjeld til egne innbyggere, har den greske staten gjeld til andre land, i hovedsak andre lands regjeringer samt andre "offisielle långivere", som IMF og ECB (Den europeiske sentralbanken).

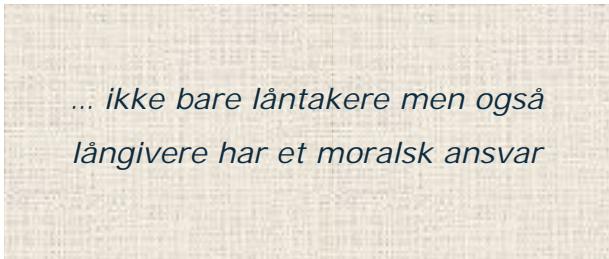
Når vi har svettet oss gjennom harde omstillinger, mens grekerne har ligget på stranden, er det da rimelig at vi skal betale for dem også?

Tap som ikke blir tatt

Tabben som toppene i EU, IMF og ECB – den såkalte Troikaen – har begått, er fravær av villighet til å la dem som gav lån til den greske stat, i første rekke store banker i EU, ta konsekvensene av sine handlinger, dvs. ta tapene. I stedet har tapene blitt dyttet over på andre. Enden på visa ser vi konturene av nå; i stedet for at eiere av tyske bankaksjer og kjøpere av tyske bankers gjeldspapirer fikk seg en smekk for fem-seks år siden, ligger tyske skattebetalere an til å få smekken nå. Urettferdig. Urimelig. Og meget kostbart i form av tapt produksjon og svekket samhold i Europa.

² «A Predictable Pathology», June 26, 2014.

Parallellen til Irland er slående. To uker etter Lehman-konkursen i september 2008 garanterte de irske myndighetene for all funding til de irske bankene. Dette løftet skulle koste irske skattebetalerne 64 milliarder euro. Ved bankkrisen i Norge tidlig på 1990-tallet gikk myndighetene inn og tok over banker på randen av konkurs. Aksjonærene ble nullet ut. Det kostet skattebetalerne ikkeno. Det ubesvarte spørsmålet man sitter tilbake med er dette: Hvorfor fikk kapitaleierne i Irland en helt urimelig god behandling? Og hvorfor fikk de det ikke i Norge?



*... ikke bare låntakere men også
långivere har et moralsk ansvar*

Argumenter for den harde linjen

Hva er argumentene til Troikan? Hvorfor kjøre den harde linjen videre? Her er tre argumenter fremført av spaltisten Gideon Rachman i Financial Times den 26. januar under overskriften "Foregiveness that Europe cannot afford".

For det første, med gjeldslettelse til Hellas vil venstresiden i Italia, Spania, Portugal og Irland få vann på mølla; når Hellas får redusert sin statsgjeld må vi få det også. Den samlede gjeld som i så fall må skrives ned,

hvor stor blir den? Og er det gjørbart uten at det finansielle systemet går opp i liminga?

For det andre, i de nordlige eurolandene vil ettergiveness overfor grekere bli møtt med sinne og avsky. Når vi har svettet oss gjennom harde omstillinger, mens grekerne har ligget på stranden, er det da rimelig at vi skal betale for dem også? Vil mange skattebetalere i Tyskland, Østerrike, Frankrike, Nederland og Finland tenke. *Sannfinnene* i Finland, *Alternative für Deutschland* i Tyskland, og tilsvarende populistiske partier på høyresiden i de andre landene, vil kunne oppleve en tilstrømning av nye velgere.

For det tredje, en eventuell betalingsnektelse fra Hellas, ja, sågar en som er forhandlet frem, vil gjøre det vanskeligere å holde EU sammen.

Gideon Rachman har følgende trøstens ord til grekerne: En ytterligere forlengelse av nedbetalingstiden; en ytterligere forlengelse av en rente- og avdragsfri periode; samt en ytterligere nedsettelse av renten, se det kan gjøre situasjonen "bærbar" for grekerne, i betydningen av at konsumet ikke trenger å falle mer.

Hva om man gikk linjen helt ut? Renten settes til null og avdrag utsettes på ubestemt tid. Da får man i pose og sekk. Grekerne slipper å betale. Og tyskerne har gleden av at gjelden blir stående i bøkene. Det blir mindre politisk "belastende".

Et fjerde argument man ofte hører er at "offisielle långivere" som IMF og ESB samt

nasjonale regjeringer, ikke må ta tap på utlån til andre lands regjeringer. Det har de aldri gjort. Og slik må det også være i fortsettelsen.

Politikere eller statsmenn?

To dager senere skriver Martin Wolf i Financial Times artikkelen "Greek debt and a default of statesmanship". Hva som ikke kan betales, vil ikke bli betalt, konstaterer han. At Hellas i årevis skal ha store overskudd på statsbudsjettet for å redde långivere fra deres egne, tåpelige beslutninger, er en illusjon. Den greske statsgjelden må skrives ned til det halve samtidig som den nye regjeringen legger frem et seriøst og realistisk program for å rette opp økonomien.

Videre minner Martin Wolf om at ikke bare låntakere men også långivere har et moralsk

ansvar. Utenlandske långivere var seg ikke sitt ansvar bevisst når de tidlig på 2000-tallet lot den greske stat få låne milliarder av euro til lave renter. Disse utlånene har kostet både långivere og det greske folket dyrt.

Trauste politikere vil avvise at tiden nå er inne for en lettelse i den greske statsgjelden, sier Martin Wolf. Statsmenn derimot vil gripe anledning og ordne opp. Snart får vi vite hvem som er hvem.

6. februar 2015

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

Sover OECD i timen?



Månedsbrev 03/2015

Er finanssektoren blitt for stor og komplisert?
To tidligere amerikanske sentralbanksjefer ser ut til å mene det.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Pascal Le Merrer heter en fransk professor i økonomi. I forordet til en OECD-publikasjon fra 2013, *Economic Globalisation: Origins and Consequences* skriver han at globalisering består av tre elementer: Internasjonal handel, mennesker som flytter over landegrensene, og kapital som gjør det samme. Dette siste elementet, sier han videre, er globaliseringens "... most successful component". Går det an å si noe slikt etter den finanskrisen Amerika nå omsider er på vei ut av, men som Europa – og euroområdet i særdeleshet – befinner seg midt oppe i?

Var det ikke nettopp konkursen til investeringsbanken Lehman Brothers høsten 2008 som dannet opptakten til finanskrisen i USA, som temmelig fort spredde seg verden rundt? Hvorfor det? Fordi noe så intimt som kreditt ble internasjonalisert. Ved hjelp av nye finansielle instrumenter skulle ulike former for risiko ende opp hos dem som best evnet å bære disse risikoene. I stedet havnet risikoer opp hos dem som minst evnet å forstå dem. Ved såkalt verdipapirisering ble lån pakket sammen og solgt ut av amerikanske bankers bøker. Banken i Amerika som gir lånet, tar en fortjeneste og frir seg fra risikoen. En ikke liten andel av disse lånene havnet i utlandet. Huseiere i Amerika ender opp med å bli finansiert av tannleger i Tyskland.

I 2006 ble inntekten til bare halvparten av privatpersoner som søkte om lån i amerikanske banker, sjekket før lånesøknaden ble innvilget. Halvparten. Hva slags bankhåndverk er det? Hva sier det om amerikanske bankers ansvarlighet og om deres omsorg for sine kunder?

Hvor kommer denne servile holdningen overfor kapitalkraftene fra?

OECD-publikasjonen *Economic Globalisation: Origins and Consequences*, som er referert til over, er snodig lesning. Et tafatt forsøk på å forsvare noe som ikke lar seg forsvare. Hvor kommer denne servile holdningen overfor kapitalkraftene fra?

Liberaliseringen av kapitalbevegelser over landegrensene, slik vi fikk fra midten av 1970-tallet og utover, har ført til mange flere internasjonale finanskriser sammenlignet med de første tre årene etter den andre verdenskrigs slutt. Når det blir lettere å låne fordi det er flere å låne fra, svekkes iveren etter å rette opp skjevheten i økonomien. Slikt blir det krise av. Hellas er et ferskt eksempel, der banker i andre land helt ukritisk kjøpte greske statsobligasjoner i bøtter og spann. Renten var meget beskjeden. Det skulle også evnene til å betjene disse lånene vise seg å være.

OECD-økonomene har ikke fått med seg at direkte investeringer over landegrensene er fullt ut mulig samtidig som man har kontroll på likvide plasseringer. Knappt noe land i verden har hatt en raskere vekst i utenlandske bedrifters etableringer enn Kina. Men Midtens Rike har nøydt seg med å ønske velkommen penger som investeres i realkapital. Utlendinger har ikke adgang til fritt å kjøpe kinesiske aksjer og obligasjoner, eller sette

penger i kinesiske banker. Tilsvarende har den jevne kineser begrenset adgang til å plassere penger i andre land. Nettopp gjennom kontroll med kapitalbevegelsene har Kina lyktes med å styre både rente og valutakurs, hvilket har vært av stor betydning for den økonomiske veksten i landet.

Når det blir lettere å låne fordi det er flere å låne fra, svekkes iveren etter å rette opp skjevheter i økonomien.

Når det i nevnte OECD-publikasjon heter at Kina burde tillate valutakursen å flyte, som om det er noe alle umiddelbart bør være enig i, fremstår OECD som et talerør for kapitalinteressene i USA og andre land. Og når man videre legger vekt på at kapital som flyter over landegrensene kan gi lavere rente, og lar dette fremstå som et uomtvistelig gode, vitner dette om en populistisk holdning; som om *lavest mulig rente* alltid er bra, mens poenget er *riktigst mulig rente*. Ut fra innenlandske vurderinger er renten i Norge i dag altfor lav. Hvilket har gjort låneiveren stadig større og boligprisene stadig høyere. Når renten en gang i fremtiden stiger til mer normale nivåer, vil mange huseiere kunne få store problemer med å betjene sin gjeld.

Alan Greenspan, USAs sentralbanksjef i mer enn 18 år frem til februar 2006, har i ettertid stusset over hvorfor det amerikanske bank- og finansvesen er så stort. Fra 2-3 prosent av BNP tidlig på 1950-tallet til 7-8 prosent i dag. Etter finanskrisen i 2008 skulle man forvente

en kraftig avskalling, sier Greenspan. Det skjedde også de første par årene, men så vendte trenden.

"So you have to ask: why are the non-financial parts of the economy buying these services? Honestly, I don't know the answer."

Det hadde vært mer fruktbart om økonomene i OECD prøvde å svare på spørsmålet som Alan Greenspan stiller, snarere enn henimot ukritisk å prise det etablerte bank- og finansvesen. Som ikke bare legger beslag på enormt mye – og høyt kvalifisert – arbeidskraft, men som også tidvis ved sin atferd skaper alvorlige rystelser i den globale økonomien.

I arbeidet med å svare på Greenspans spørsmål, kan det være verdt å ta med seg innsikten til Paul A. Volcker – Greenspans forgjenger som sjef i Fed. Det er lite som tyder på at det enorme omfanget av finansielle innovasjoner har hatt noen merkbar effekt på produktiviteten i økonomien, fremholder Volcker i et intervju i Wall Street Journal i desember 2009. Og fortsetter slik:

"All I know is that the economy was rising very nicely in the 1950s and 1960s without all of these innovations. Indeed, it was quite good in the 1980s without credit-default swaps and without securitization and without CDOs."

6. mars 2015

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

Velferd på kinesisk



Vinterbrev 2015

Folkets velferd. Eller er det egentlig det kinesiske lederskapets velferd det handler om?

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Kongen er 78 år i dag. En vakker morgenstund på hytta på Dagalifjell. En kald vinternatt har det vært. Nå som solen titter over horisonten, funkler det i snekrystaller som i diamanter. Tenk om det *var* diamanter? Da ville diamanter vært gratis. Hvorfor det? Fordi det ville vært så uendelig mange.

Vinden har løyet av fra i går. Mon tro om tur innover vidda på ski er tingen senere i dag? Men først til dagens dont – Vinterbrev basert på inntrykk og refleksjoner fra en to-dagers konferanse i Kina før jul, der temaet var folkets velferd.

I

Folkets velferd. Eller er det egentlig det kinesiske lederskapets velferd det handler om? Når jeg leser gjennom egne notater og utdelt materiale fra *Consulting Workshop on China's Economic & Social Transformation and Development vs. Social Security*, som konferansen så omstendelig het, trer bildet av et enormt stort – og i de siste tiårene enestående suksessrikt – land frem. Men også et utrygt land som sliter med å finne seg selv.

Da Deng Xiaoping tok over makten ved juletid i 1978, ble Maos kontinuerlige revolusjon lagt bort. Nå var det økonomisk vekst som gjaldt. Reformere og åpne opp. Noe kineserne har drevet med hele tiden siden, og med stort hell. Den økonomiske veksten har vært formidabel. Og likevel – kineserne synes utrygge på seg selv og på veien fremover. Som professor Jerome A. Cohen ved New York School of Law, ekspert på kinesisk lov, skriver i *Financial Times*: "For all China's economic might, it is more tense than foreigners realise".¹

*Et stadig råere og mer urettferdig
samfunn trer frem.*

Den økonomiske veksten i årene fremover kan ikke lenger baseres på økte realinvesteringer og økt eksport slik bildet i hovedsak har vært til nå. Den økte produksjonen som Kina har planer om å levere i årene fremover, må kineserne selv etterspørre, ved økt privat forbruk og ved økte offentlige utgifter. Hvordan se til at privat konsum pluss offentlige utgifter utgjør en stadig større andel av en rask voksende produksjon? Uten at økonomiske ubalanser oppstår underveis som eventuelt kunne true stabiliteten i Kina, både økonomisk og politisk. Svaret er enkelt rent bokholdermessig, men vanskelig politisk. Inntekter må omfordeles fra dem som bruker lite av siste krone (eller yuan) tjent, til dem som bruker det meste av pengene de får fatt på. Om ikke en slik omfordeling av inntekter fra eliten til menigmann finner sted, vil den økonomiske veksten bremse opp. Eventuelt etter en kredittfinansiert vekst i ulønnsomme realinvesteringer og/eller generøse eksportkreditter til land som ikke evner å gjøre opp for seg. For tiden sliter Kina med å få pengene igjen fra Venezuela.

En stagnerende økonomisk vekst og en ytterligere skjeve fordeling av inntektene i Kina vil kunne skape et legitimitetsproblem for regimet. Regjeringen i en ettpartistat kan ikke sole seg i glansen av å være utpekt av dem de styrer. Den er selvoppnevnt. Gjennom et finurlig system som for utenforstående er helt ugjennomtrengelig. Og for dem det selv gjelder – Kinas ledere – sikkert heller ikke så enkelt å bli klok på.

¹ <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/32b90fd8-8129-11e4-b956-00144feabdc0.html#axzz3Sk3SDrLT>

II

Den kontinuerlige revolusjonen gikk i graven med Mao. Og takk for det. Omsider kunne kineserne fokusere på vekst og velferd. Flere hundre millioner kinesere er blitt løftet ut av fattigdom de siste fire tiårene. Den økonomiske fremgangen som ligger bak en slik utvikling, har gjort Kina til verdens nest mektigste nasjon, både økonomisk og politisk, etter USA. Det varmer kinesiske hjerter. Og gir kineserne stolthet. Men det er vel en grense for hvor mye man er villig til å ofre for mer nasjonal stolthet? I Kina har den økonomiske veksten gått sammen med en stadig skjevere fordeling av inntektene. Og med miljødeleggelser som knapt har sin like i noe annet land. Et stadig råere og mer urettferdig samfunn trer frem.

Korrupsjon er en integrert del av denne historien. Professor Minxin Pei, en anerkjent Kina-ekspert, ser korrupsjon som et verktøy for rekruttering. "Det er limet som holder Partiet sammen", sier han til New York Times. Og konkluderer slik: "Getting rid of it is not possible as long as they keep this system."²

Korrupsjon, kunne vi legge til, er også oljen som smører maskineriet, som ser til at beslutninger fattes, og at ting blir gjort. Men når korrupsjonen helt tar overhånd samtidig som den økonomiske veksten dabber av, må monopolisten – Det kinesiske kommunistpartiet (CCP) – ta affære. Skal man også i fremtiden ha monopol på makten, være konge på haugen, eller kanskje heller keiser, må her forandringer til.

Det er nettopp hva Kinas toppleder fra høsten 2013 av, Partileder og President og øverste leder for Militærkommisjonen, Xi Jinping gjør. Han tar affære. Både ved en intens og

² Se http://www.nytimes.com/2009/09/04/business/global/04corrupt.html?pagewanted=all&_r=0

overraskende tøff kamp mot korrupsjon, og ved å fokusere på temaet for konferansen jeg var på; utviklingen av et bærekraftig sosialt sikkerhetssystem der alle kinesere føler større ro for i hvert fall i noen grad å bli ivaretatt ved sykdom og i alderdommen.

Kina mangler arenaer for åpen og legitim uenighet.

III

Limet som holder Partiet sammen, er styrket. Det henger i klaser utenpå, til allmenn beskuelse og forargelse. Kampen mot korrupsjon står sentralt i arbeidet for å finne frem til en ny styringsmodell for Kina. Samtidig som ettpartistaten bevares. Fra et styre der kadre og partipamper og noen andre har stor, personlig makt, til et styre basert på lover og regler.

Ved den store partikongressen sist høst overrasket Xi Jinping mange ved å ha skarpt fokus på "Rule of Law". Nå må de som bestemmer ansvarliggjøres. Måles opp mot et lovverk de ikke glatt kan se bort fra. Et lovverk som forhindrer eller reduserer den vilkårlige og ukontrollerte maktutøvelsen, må på plass.

Den innerste sirkelen i Partiet – Sentralkomitéen med sine 360 medlemmer, ut fra hvilken Politbyrået (25 medlemmer) og fra det igjen Politbyråets faste komité (7 medlemmer) utgår – ønsker å utvikle en styringsmodell for Kina der Folkekongressen (nær 3.000 delegater som sitter sammen et par uker i mars hvert år og gir landet lover) lager lover og regler som ikke bare kinesere flest, men også det kinesiske embetsverket og folk i partiapparatet må forholde seg til.

Egentlig er det kanskje heller snakk om å utvikle et system basert på Rule *by* Law – der loven er bestemt av det enerådende Partiet – med monopol på makten.

Rule *of* Law, se det er noe annet, det er fravær av maktmonopol. Forut for at lover lages går en prosess som avgjør *hvem* som skal lage dem. Demokrati kaller vi det, når den forutgående prosessen innebærer en folkevalgt nasjonalforsamling som har som sine to viktigste oppgaver å vedta lover og å godkjenne de offentlige budsjettene, herunder fastsettelse av skatteregler. Noe slikt vil Xi Jinping overhodet ikke vite noe av. CCP er over loven. Keiseren var Himmelenes Sønn. Over de vanlig, dødelige. Partiet er den nye keiseren.

Indre sikkerhet har nå et budsjett på linje med det kinesiske forsvarsbudsjettet.

Et dilemma trer frem. Partiet vil ikke vite av noen omfordeling av makten. Men inntekt må omfordeles om den økonomiske veksten skal vare ved. Det henger sammen med behovet for at det private forbruket nå må bli driveren for veksten i samlet etterspørsel. I tillegg synes en slik omfordeling nå helt nødvendig for å styrke legitimiteten til regimet. "Økende sosiale ulikheter fører til større sosial ustabilitet", som professor David Shambaugh uttrykker det.³ Denne omfordelingen av inntekter kan i noen grad skje ved bedre utbygde velferdsordninger. Som vil måtte

³ "China at the Crossroads: Ten Major Reform Challenges", Brookings notat av David Shambaugh, se <http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2014/10/01-china-crossroads-reform-challenges-shambaugh-b.pdf>

kreve økt skattlegging av de rike, til finansiering av større fordeler for dem lenger nede på inntektsstigen.

IV

Kina mangler arenaer for åpen og legitim uenighet. I stedet for ulike aktører med ulike interesser blir det det store vi – som i en familie. Vi gjenkjenner den patriarkalske modellen. Keiseren er på toppen. Den jevne kineser har sin tilviste plass og bør være tilfreds med den. Slik Konfucius lærte.

Nå er det ikke lenger noen keiser med sitt embetsverk som styrer Kina. I stedet har vi fått Partiet og kadrene i Partiet, med Xi Jinping på toppen. Men langt på vei gjelder den patriarkalske modellen fortsatt – vær tilfreds med din tilviste plass.

Hvor lenge går dette? Hvert år blir syv millioner kinesere uteksaminert fra universitetene i landet. Kunnskapsrike ungdom med høye ambisjoner og store forventninger. Som en av delegatene på konferansen trakk frem – under Mao ble bare 300.000 slike sluppet løs på samfunnet, hvor meget enklere var det ikke å håndtere dem?

En enda større utfordring er de vel 250 millioner kinesere som er gjestearbeidere i eget land. Som driver Kina, men som går for lut og kaldt vann. Som bor og arbeider i byene, men som ikke har rettigheter på linje med de etablerte byborgerne.

Til konferansen i Haikou, beliggende så langt syd det er mulig å komme i Kina, på øya Hainan, med Vietnam ikke så langt unna, var det utarbeidet en 40-siders *Conference Handbook*. "We must construct an equitable and sustainable social security system", heter det her "... to promote social equity and fairness."

"Hvem er 'vi'?" spør jeg. Til allmenn munterhet blant de vel 40 kinesiske delegatene til konferansen – i hovedsak akademikere og folk fra embetsverket.

Åpne interessemotsetninger og konflikter er det ikke mye rom for i Kina. Der ulike interesser erkjennes og der meninger brytes. Der det eksisterer et sett av spilleregler for hvordan beslutninger skal fattes som åpenbart ikke alle er tjent med. Men som man likevel aksepterer.

Hvorfor "later" kineserne som om det er en stor grad av enighet når uenigheter og konflikter så åpenbart preger bildet? Konfliktene kommer ikke åpent frem i lyset. Pressen er langt fra fri. Og kontrollen på de sosiale medier er langt mer omfattende og "vellykket" enn de fleste vel i forkant hadde tenkt seg.

For oss nordmenn er det vanskelig å trenge gjennom og å forstå hvordan det kinesiske systemet for beslutningsfatning fungerer – der noen ender opp som vinnere og andre som tapere, til ulike tider over ulike temaer.

V

Men kineserne er pragmatiske. De er opptatt av hvordan komme videre. Hvordan etablere ordninger og systemer som fungerer innen det politiske rammeverket de nå en gang har.

Den neste femårsplanen starter i 2016. Konferansen vi er med på har til hensikt å

Med en pensjonsalder på 60 år for menn og 55 år for kvinner, synes det åpenbart at man må strekke tiden i arbeidslivet ut.

bidra med innspill her; flere av delegatene er åpenbart engasjert i arbeidet med Kinas fjortende femårsplan. Når 2020-årene starter skal Kina ha på plass en bærekraftig økonomi der privat forbruk er drivkraften på etterspørselssiden, og der alle kinesere er omfattet av et "Social Security" system; om enn ikke i samme grad over alt, men i hvert fall som et minimum for alle.

"Social Security" har en dobbelt mening i Midtens rike. Den vanlige – at staten tar en del av ansvaret for den enkeltes velferd, særlig hva gjelder helse og alderdom. I Kina bringer imidlertid uttrykket "Social Security" tankene hen på "den indre sikkerheten" i riket, i betydningen av å holde demonstrasjoner og opprør mot det etablerte i sjakk. Uroen bobler og syder mange i Kina; fra buddhistene i Tibet og muslimene i Xinjiang, til den kvarte milliarder "migrant workers" i byene og studenter som ikke får jobber utdanningen deres tilsier de burde fått. Ikke sjelden slår misnøyen ut i lys lue. Når bonden blir fratatt retten til å dyrke jorda og det i stedet bygges en fabrikk eller legges en motorvei over landet, samtidig som partipamper, som står for denne bruks-endringen av jorda, fyller sine lommer med korruperte penger – mens bonden kun får en symbolsk kompensasjon – er det duket for folkelige protester, tidvis av voldelig karakter. De med ansvar for indre sikkerhet må på banen.

Årlig er det snakk om mer enn 100.000 protester, inkludert etniske konflikter og terrorvirksomhet i Tibet og Xinjiang. I tillegg til vanlig politi krever disse oppgavene egne paramilitære styrker. Indre sikkerhet har nå et

budsjett på linje med det kinesiske forsvarsbudsjettet.

Med et mer rettferdig system, hvori inngår sosiale ordninger for helse og alderdom for alle, kan roen kanskje i noe større grad senke seg over land og folk. En bedre og mer inkluderende sosialpolitikk, vil også kunne bidra til å ta ned spenningsnivået i samfunnet, og på den måten skape et mer stabilt og sikkert Kina. Det er nok noe det kinesiske lederskapet har i mente når det i den neste femårsplanen vil sette så sterkt fokus på "Social Security".

VI

I *Conference Handbook* er et sentralt spørsmål på konferansen formulert slik:

"What are the major challenges for deepening the reform of the social security system in order to effectively unleash the huge potential of consumption demand?"

En artig setning. "Deepening the reform" fremstår ikke som det primære, med stor verdi i seg selv. Men som et virkemiddel for å slippe løs ("unleash") privat konsum. Men hvordan kan dypere sosiale reformer slippe løs økt privat konsum, som jo er helt nødvendig om den økonomiske veksten skal vare ved? Ganske enkelt fordi det John Maynard Keynes i sin tid kalte "precautionary savings" vil gå ned. Med større tillit til at det offentlige vil tre støttende til ved sykdom og i alderdommen vil "forsiktighetsmotivert sparing" falle, og det løpende forbruket stige.

Hva gjelder sammensetningen av konsumet er man opptatt av at tjenesteyting av ulike slag vil vokse mer enn varekonsumet. Fortsatt satsning på urbanisering – nå 53 prosent av alle kinesere i byer, mot 18 prosent da Mao gikk over i historien – trekker klart i retning av en mer serviceorientert økonomi.

Et annet spennende spørsmål i *Conference Handbook* går slik:

"What are the new needs of constructing an equitable and sustainable social security required by diversification of interests and by breaking the fixed interests structure?"

En erkjennelse av ulike interesser ("diversification of interests"); men mer interessant, erkjennelsen av behovet for å bryte opp "...the fixed interests structure". Som altså ikke har noe med fastrentepapirer å gjøre, men som er en noe omstendelig erkjennelse av at også i Midtens rike står motsetningene mot hverandre. Er det kampen mot korrupsjon det her siktes til? Eller kanskje mer generelt, en erkjennelse av at i Kina – som i alle andre land – er der klare interesse-motsetninger mellom ulike grupper. Men hva disse motsetningene består av, sies det intet om. De kan således verken erkjennes åpent, flagges eller kjempes for.

Ingen av kineserne på konferansen representerer eksplisitte interesser i form av fagforeninger, politiske partier eller lignende. Eller fremmer interesser av en sådan karakter. Slikt er det ikke rom for i ettpartistaten Kina. Dermed får det hele preg av skyggeboksing. Jeg aner en falsk atmosfære av harmoni.

VII

Lørdag kveld, etter første konferansedag, er det fest. Den holdes i de nye, flotte lokalene til vertsinstitusjonen China Institute for Reform and Development (CIRD), i deres International Center for Academic Exchanges. Så elegante lokaler med så herlige fasiliteter ligger milevis utenfor rammen for hva Norsk institutt for by- og regionforskning (NIBR), den norske motparten til CIRD, kan diske opp med.

Her serveres 12-15 mindre retter. Ettersom vi er på øya Hainan, inntar sjømat i ulike varianter en dominerende plass på menyen. Man blir servert rødvin i kvanta som cognac i Norge, to-tre centiliter pr. skjenk. Men desto flere skjenker. Og maotai i samme kvanta. Og med samme hyppighet. For dem som vil. Jeg vil ikke.

Vi er 40 – 50 til bords. Lederne av konferansen går rundt, sier noen få velvalgte ord til hver og en, med bruk av tolk til oss åtte nordmenn, skåler med den enkelte. Rødvin passer meg bra. Men kineserne dundrer på med maotai – et grusomt kinesisk brennevin av cognacs styrke. At de klarer å holde seg oppreist etter halvgått løp rundt bordet er meg en gåte. En mulig forklaring kan være karaoke. Som de samme lederne, nå med skjorta løs i halsen, står for. Stor TV-skjerm med vakre bilder der rulleteksten gjør det lett å følge med på sangen som musikken inviterer til. Der synges. En eller to kinesere av gangen. Og du verden så flott det lyder. Den under seminaret noe søvnige og uinspirerte kinesiske professoren i sosiologi, som stadig tok seg en blund under konferansen, etter selv å ha levert et innlegg, har røsten som en liten Pavarotti. Han høster velfortjent applaus etter bidraget her – langt utover hva hans bidrag tidligere på dagen hentet hjem av virak og ære.

VIII

De offentlige utgiftene i Kina er i størrelsesorden 28 prosent av BNP.⁴ I andre land i gruppen "high-middle income countries", utgjør offentlige utgifter i gjennomsnitt 35 prosent av BNP. Om skatteinntektene i Kina lar seg øke til snittet for like velstående land, skulle det således

⁴ Se side 16 i Yukon Huang, "Square the circle: How the reforms can work", *China Economic Quarterly*, December 2014.

være økonomisk rom for utviklingen av en velferdsstat i Kina.

I debatten på konferansens andre dag om dette makter ikke alle å skille klart mellom *opptjente rettigheter* og *finansiering av løpende pensjoner*. Om man starter et pensjonssystem fra scratch som man gjerne ser blir et fondert system over tid, er det ikke til å unngå at dagens arbeidsføre befolkning får en dobbelt belastning. De må både finansiere løpende pensjoner til dagens eldre, og samtidig sette til side midler i fond som skal dekke egen pensjon.

Det kom klart frem at fonderte pensjoner allerede finnes i noen grad. Problemet for mange av dem er at pengene her allerede er brukt opp. "Empty accounts" snakket flere på konferansen om, gjerne med et noe fårete smil.

Med en pensjonsalder på 60 år for menn og 55 år for kvinner, synes det åpenbart at man må strekke tiden i arbeidslivet ut. Men det er ikke særlig populært. Og temaet ble heller ikke drøftet seriøst på konferansen; kineserne ble nærmest litt brydd når gjester fra nord tok det opp.

At pensjonssystemet i Kina, og andre velferdsordninger, er sterkt fragmenterte, er alle klar over. Folk som er ansatte i private bedrifter kan etter 15 år påregne en pensjon på 15 prosent av "the average local salary" – med en økning på ett prosentpoeng i pensjon for hvert år ekstra man jobber. Pensjonen til offentlig ansatte, inklusive folk som har jobbet i Partiet eller i det militæret, er av en ganske annen kaliber; etter 35 år i arbeid, opp til 90 prosent av lønnen i pensjon når man går av.⁵

⁵ Se Stein Ringen & Kinglun Ngok (2013), "What kind of welfare state is emerging in China?", [http://www.unrisd.org/80256B3C005BCCF9/\(httpAuxPages\)/28BCE0F59BDD3738C1257BE30053EBAC/\\$file/Ringen%20and%20Ngok.pdf](http://www.unrisd.org/80256B3C005BCCF9/(httpAuxPages)/28BCE0F59BDD3738C1257BE30053EBAC/$file/Ringen%20and%20Ngok.pdf).

Verst stilt er den kvarte milliarder gjestearbeidere i Kina som i hovedsak står utenfor de fleste velferdsordninger, og som det ofte diskrimineres mot i praktiseringen av de beskjedne ordninger som gjelder for dem.

Fragmenteringen av velferdsordninger har også en klar geografisk dimensjon. Store forskjeller i gjennomsnittsinntekt over Kinas 31 provinser fører til store ulikheter i pensjoner og andre rettigheter.

"There is not one welfare state (in China), but many and radically different ones", konkluderer Ringen & Ngok (side 15). Etter deres vurdering er utvikling av nye og utvidelse av de gamle velferdsordningene i Kina ikke noe myndighetene gjør med glede og entusiasme. Mer velferd må snarere sees som et svar når de sosiale konsekvensene av overdreven vekt på økonomisk vekst skaper sosial uro på grasrota. Man går forsiktig til verks. Og pakker det hele mer eller mindre inn i "... traditional Chinese state paternalism".

IX

Mange eksperter på Kina er skeptiske. Den økonomiske veksten er for nedadgående; forurensningsproblemene blir stadig verre; korrupsjonen blir man ikke kvitt; de økonomiske forskjellene øker; og kanskje mest alvorlig – styringsmodellen for Midtens rike mangler legitimitet. Legg alt dette sammen og konklusjonen gir seg selv; dagens Kina står på sandgrunn.⁶

"Nothing", sier Arthur Kroeber, redaktør for et meget godt tidsskrift, *China Economic*

⁶ David Shambaugh står for et slikt syn, se <http://www.wsj.com/articles/the-coming-chinese-crack-up-1425659198>

Vi ser på den samme verden, men tolker den på ulik vis.

Quarterly, "could be further from the truth".⁷ Xi Jinping vet hva han gjør og har taket på det hele. Han tenker strategisk og langsiktig. På hjemmebane leverer han økt levestandard til de fleste, hvori inngår utbygging av nye velferdsordninger, et mer forutsigbart og regelstyrt system, og stor frihet for den enkelte til å te seg som han eller hun vil, så lenge de ikke gjør noe som kan true regimet.

På bortebane gjør han Kina mer uunnværlig for andre, med stadig tettere økonomiske relasjoner. I tillegg til økt handel kommer økte direkteinvesteringer i andre land. Nylig har Xi Jinping sett til etableringen av tre nye fond, hvorav det ene, Silk Road Infrastructure Fund, har til oppgave å bedre handelsveien til Europa via nabolandene, slik det var fra gammelt av.

Den kinesiske modellen har sine klare kostnader. Fravær av frie nettverk for informasjon gjør at Kina aldri vil bli ledende på det teknologiske området. Og så lenge kinesere ikke nyter godt av sivile rettigheter som folk i andre rike land, vil Kinas "myke makt" forbli meget beskjeden. Men dette er kostnader Xi er villig til å betale.

Kina, sier Arthur Kroeber, er en suksessrik, autoritativ stat som nå er rik og mektig nok til etter hvert å sette sine egne regler snarere enn passivt å akseptere andres. Xi Jinpings regime er sterkt, har solid selvtillit og er uten organisert opposisjon. "Å erkjenne dette, betyr ikke at man trenger å glede seg over det", sier Kroeber. Men vi må ta Kinas solide

⁷ "Our country, your problem", *China Economic Quarterly*, December 2014.

posisjon til etterretning og forholde oss til Midtens rike som best vi kan.

”Men freely believe that which they desire”, sa Julius Cesaer. Er det slik med oss forskere også? Vi ser på den samme verden, men tolker den på ulik vis. Fordi vi gjerne vil at den skal være på den måten vi i utgangspunktet allerede har bestemt oss for.

X

I dag er kongen 78 år og en uke gammel. Det har blitt tid til skiturer innimellom skrivingen og andre ting. Etter hvert ble det varmere i været. Hvit sne som ikke lenger funkler. Diamantene er borte.

28. februar 2015

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

Konkurrerende lettelser



Månedsbrev 04/2015

Før brukte man konkurrerende devalueringer for å bedre et lands konkurranseevne. Nå brukes kvantitative lettelser litt på samme måten.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Da finanskrisen brøt innover land og folk høsten 2008, var rentevåpenet fint å ty til. Rentene ble satt ned over alt. Håpet var at lavere rente ville stimulere samlet etterspørsel slik at produksjonen ble holdt oppe til tross for de mange som gikk konkurs; foretak så vel som enkeltpersoner.

USA og Kina

Selv om finanskrisen hadde sitt utspring i USA, styrket den amerikanske dollaren seg i første fase av krisen. Det henger sammen med at dollar er verdensvalutaen som alle vil ha når utrygghet råder. Den amerikanske sentralbanken, Fed, viste både godt skjønn og god handlingsevne da den i denne trengte situasjonen ordnet med bilaterale avtaler med andre lands sentralbanker slik at tilgangen på allment akseptert betalingsmiddel – den amerikanske dollaren – ikke tørket inn.

I Kina fungerte det hele perfekt, så det ut for. Den økonomiske veksten i 2009 holdt seg oppe på nær ni prosent. Men i ettertid vet vi at dette i større grad skyldtes at de statseide bankene ble pålagt å låne ut i bøtter og spann til de lokale myndighetene samt til statseide foretak. Det var bare å ta frem fra skuffen prosjekter som manglet finansiering, og vips var pengene på plass. Realinvesteringene økte, og vekst og sysselsetting holdt seg opp. Ettersom mange av de investeringene som den gang fikk finansiering, ikke kan vise til den fornødne lønnsomheten, har finanskrisen kommet – noe forsinket – til Kina.

I USA syntes ikke sentralbanken det holdt med å sette den kortsiktige styringsrenten ned mot null. Folk og foretak som skal foreta langsiktige investeringer, er mer opptatt av de lange rentene. Hva må man betale for å låne penger i 5, 10, 20 og 30 år? Og kan Fed eventuelt gjøre noe for å få rentene her ned?

... mens renten er en pris, er volumet av statsobligasjoner i privat eie et kvantum

Kvantitative lettelser

Ja, mens renten er en pris, er volumet av statsobligasjoner i privat eie et kvantum. Hva om vi trekker inn store mengder med lange statsobligasjoner og andre fastrentepapirer? Da blir det større knapphet på slike papirer i markedet. Med større knapphet stiger prisen. Og høyere pris på obligasjoner betyr lavere effektiv rente. Yes – da er planen klar. Vi kjøper solide kvanta av lange papirer i markedet for på den måten å drive prisen på dem opp og renten ned. Lavere lange renter vil i neste omgang stimulere foretak til å legge ut nye lån til finansiering av nye prosjekter. Realinvesteringene tar seg opp. Den økonomiske veksten friskner til. Arbeidsløsheten synker.

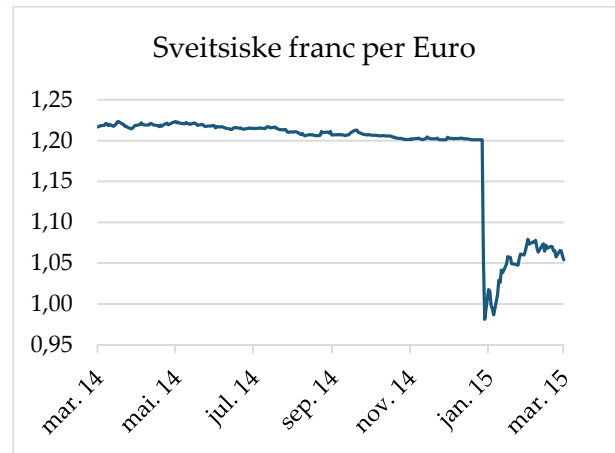
Som sagt så gjort. Med Fed-sjef Ben Bernanke ved roret satte USA i gang et program for oppkjøp av lange papirer. Ikke bare statlige, men etter hvert også private. "Quantitative

Easing" (QE) kalte man dette – eller kvantitative lettelser på norsk. I hvilken grad dette programmet har bidratt til den klare forbedring i USAs økonomi amerikanerne nå kan glede seg over, er ikke lett å tallfeste. Men at QE har dradd økonomien i riktig retning, kan det være liten tvil om. Storbritannia, som har sin egen valuta, hvilket betyr at sentralbanken er herre i eget hus, dro til med noe tilsvarende.

... gjennom kvantitative lettelser søker man (sentralbanken) også å få ned de lange rentene.

Fast valutakurs for Sveits

Sveits gikk nærmest i motsatt retning. Med eurokrise og uro på alle kanter, var det mange som søkte tilflukt i den sveitsiske francen (CHF) – det vil si plasserte pengene sine her. Hvilket forutsetter at pengene først må veksles fra euro eller kroner eller dollar eller yuan eller hva det nå er, over i CHF. Med stor etterspørsel etter sveitserfranc, steg prisen på dem. Prisen på euro (EUR) målt i CHF gikk raskt fra om lag 1,40 sommeren 2010 til om lag 1,20 sommeren året etter. Hvilket innebærer en klar forverring i konkurransevnen for sveitsiske foretak (som bare får 120 CHF for 100 EUR, mot 140 CHF ett år tidligere). Når så sveitserfrancen fortsatte å styrke seg ned mot 1,10 mot euro, mente den sveitsiske sentralbanken at nå var nok nok.



Man gikk til det overraskende skrittet å erklære at én euro i fremtiden aldri skulle koste mindre enn 1,20 CHF. Ettersom den sveitsiske sentralbanken (SNB) kan trykke opp ubegrensede mengder med sveitserfranc og bruke dem til å kjøpe opp annen valuta, roet markedet seg ned.

Fra september 2011 og frem til januar 2015 ble CHF liggende å duppe pent i overkant av 1,20 mot EUR. Men helt rolig var ikke markedet. SNB måtte stadig intervensere, det vil si kjøpe opp utenlandsk valuta og betale med egen. Hvilket førte til at den sveitsiske sentralbanken endte opp med en stadig større beholdning av valutareserver, og en stadig større beholdning av utestående CHF. Det at mengden av sveitserfranc i markedet stadig steg, uroet ledelsen i sentralbanken. Man mistet i noen grad styringen på egen pengemengde. Videre ville det innebære store tap rent bokføringsmessig om man måtte kaste kortene, dvs. gå fra løftet om at prisen på én euro ikke skulle overstige 1,20 CHF per EUR, og det førte til en sterkere franc og en svakere euro. Alle de euroene SNB hadde på sin aktivaside ville synke i verdi mot alle de francene SNB hadde på sin passivaside.

Med frie kapitalbevegelser er det ikke lenger mulig for et land å bestemme egen valutakurs. Sveits prøvde.

Da det tidlig i januar i år ble klart at Den europeiske sentralbanken (ECB) som styrer euroen, også omsider hadde fått grønt lys for kvantitative lettelsler, kastet den sveitsiske sentralbanken kortene. Hvorfor det? Fordi når ECB ville flomme markedet med nye euro – og nettopp det ville jo skje når ECB startet et storstilt program for oppkjøp av statsobligasjoner og eventuelt andre fastrentepapirer – ville mange av de euroene folk da fikk mellom hendene, trolig bli vekslet om til franc og plassert i sveitsiske verdipapirer. Presset for en appresiering av francen ville øke ytterligere. Bedre da å være føre var – slippe taket før ECB går i gang med sine kvantitative lettelsler. Hvilket SNB gjorde den 15. januar i år. På et blunk falt prisen på euro målt i franc fra 1,20 til 1,00. For så å roe seg til 1,05 – 1,10. Hvilket innebærer en kraftig appresiering.

Konkurrerende lettelsler

Mens man i tidligere tider – med faste, men justerbare valutakurser – har hatt konkurrerende devalueringer, der siktemålet har vært å bedre konkurranseevnen til egne foretak, har vi nå fått noe som kanskje kan betegnes som konkurrerende kvantitative lettelsler. Mens det første innebærer at man endrer prisen direkte, dvs. valutakursen, innebærer det andre at man endrer kvanta, nemlig penge-

mengden, i håp om at mer penger skal svekke valutaen. Poenget er det samme – en bedring i konkurranseevnen.

For QE er det en tilleggseffekt. Sentralbanken er ikke fornøyd med bare å endre den kortsiktige styringsrenten; gjennom kvantitative lettelsler søker man også å få ned de lange rentene.

Frie kapitalbevegelse og markedet tar over

Hvorfor kan man ikke devaluere som før, dvs. skrive ned verdien på sin valuta? Svaret er enkelt. Med frie kapitalbevegelser er det ikke lenger mulig for et land å bestemme egen valutakurs. Sveits prøvde. Men som vi nettopp har sett, måtte gi etter for markedskreftene.

En tilbakevending til Bretton Woods systemet der det enkelte land kan bestemme renten langt på vei selv, og der kapitaleiere ikke fritt kan flytte pengene sine mellom land og valutaer, er neppe realistisk. Hadde verden vært slik i dag er jeg sikker på en ting. At Norges Bank, av hensyn til boblen mange mener nå er under utvikling i boligmarkedet, ville satt renten kraftig opp. Men i dagens situasjon å gjøre det, er å invitere til en langt sterkere valutakurs enn hva norske foretak er tjent med.

10. april 2015

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

Familien i sentrum



Månedsbrev 01/2015

Familieforetakene lever i beste velgående. Forskere som spådde det motsatte, tok feil. Men store familieforetak har sine spesielle utfordringer. Hvordan beholde freden og enigheten når tiden går og selskapet vokser?

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

I *The Economist* som kom ut i midten av april i år, var det en 14 sideres tetskrevet artikkel om dynastier – om familiebedrifter i et historisk perspektiv. Med mange artige observasjoner om dagens sådanne. En ting er helt klart; mange gamle og store familieforetak lever i beste velgående. Deres spådde undergang er gjort til skamme. Akademikere som så for seg at store familieforetak ville bukke under i konkurransen med mer profesjonelt drevne aksjeselskap, der man kunne hente ledelse og styre fra en langt større populasjon, tok feil.

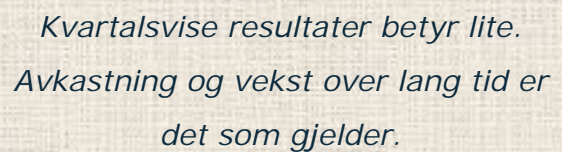
Med Lord Byron som kunde

Simon Berry er 7. generasjon i firmaet Berry Bros. & Rudd som importerer vin og spirituosa. For tiden jobber selskapet målbevisst på det kinesiske markedet, hvor salget av vin tar seg kraftig opp. Samtidig følger Simon med i det små; da Adrian Wooldridge – forfatteren av rapporten jeg her trekker på – er innom, er Simon opptatt av at Cutty Sark whiskyen blandes på riktig vis.

Familieforetak har en stor fordel. Prinsipal-agent problemet som går på at lederen har sin egen agenda til forskjell fra eierne, faller bort. Familien ivaretar jo begge funksjonene. En annen stor fordel er muligheten familieforetakene har til langsiktighet. Kvartalsvise resultater betyr lite. Avkastning og vekst over lang tid er det som gjelder.

Videre viser det seg at store og veldrevne familieforetak ofte holder bedre på arbeidskraften enn børsnoterte selskap. En historie som går langt tilbake i tid, gir medarbeiderne

en følelse av tilhørighet. Også i markedsføringen kan gamle familieforetak ha en fordel. Simon Berry ønsker sine kunder velkommen i rom med eim fra gammel eikepanel og lærinnbundne bøker hvor der er skrevet ned nyttig informasjon om kunder tilbake til 1765. Mr. Berry kan vise til at man i sin tid holdt Pitt den yngre med gode viner, så vel som Lord Byron. Det er ikke ferskere konkurrenter i bransjen forunt.



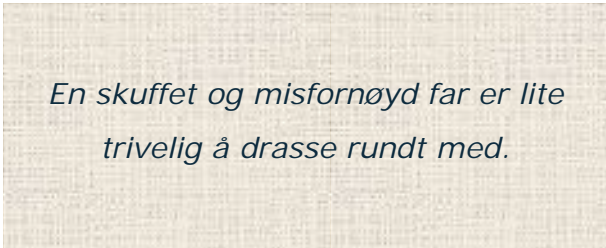
*Kvartalsvise resultater betyr lite.
Avkastning og vekst over lang tid er
det som gjelder.*

Familien Wallenbergs nyttige triks

En raskt ekspanderende familiebusiness som trenger mer kapital, har flere måter å sikre kontroll på selv om eierandelen vannes ut. Wallenberg-familien i Sverige bruker to triks. Det første er å bygge opp kjeder av foretak som en pyramide, der familien selv har 51 prosent eller mer av aksjene i selskapet på toppen. Som i sin tur sørger for tilsvarende eierandeler i selskapene lenger nede. Det andre trikset er å utstede aksjer i ulike klasser og med ulik vekt når stemmer skal avgis på generalforsamlingen.

For et par tiår siden så det ut for at disse to triksene ville svinne hen. Men slik er det ikke gått. Nylig valgte det enormt suksessrike kinesiske selskapet Alibaba, som driver med

utstrakt handel over nettet, så vel som elektronisk betalingsformidling, å gå på børs i New York fremfor i Hong Kong. En viktig grunn var at NYSE tillater aksjer i ulike klasser, noe børsen i Hong Kong ikke gjør. Argumentasjonen til Jack Ma, den karismatiske grunnleggeren, var klar; med makt konsentrert på færre hender blir det lettere å legge opp til den langsiktige strategien som foretaket trenger.



En skuffet og misfornøyd far er lite trivelig å drasse rundt med.

Hvordan holde orden på familien?

Men selvsagt har store familieforetak sine spesielle utfordringer også. Hvordan beholde freden og enigheten når tiden går og selskapet vokser? Bonnier-familien i Sverige, som eier 175 bedrifter i 16 land, i hovedsak innen media, styres av 76 personer som alle er i samme familie. Noen av dem leder holdingselskapet for virksomheten. Andre er ansvarlig for stiftelser som driver familiens gods og har andre eierinteresser.

“The most important skill for any family business is managing the family itself”, fremholder Adrian Wooldridge. Ikke bare skal man styre foretaket på en god måte, familien må også styres. Og, legger han til, “The second problem is a precondition for the first.” I veldrevne familieforetak tar man begge

oppgavene like alvorlig. Innen familien må man avklare ansvar og oppgaver, gjerne i form av en “konstitusjon”. Regelmessige sammenkomster, noen ganger over flere dager, kan tjene en god hensikt, nemlig å fremelske en kollektiv stolthet over det hele.

Etter hvert som man innser at de store familieforetakene – eller dynastiene – er kommet for å bli, tilbyr nå handelshøyskoler som IMD i Sveits og universiteter som Harvard i Amerika spesielle lederopplæringsprogram for dem. Heller ikke konsulentbransjen sover i timen; McKinsey og Boston Consulting Group konkurrerer om å levere “cutting edge research on family businesses”.

Bra butikk for gode hjelpere

Også i Norge ser det ut til å være et godt marked for rådgivning til store familieforetak. Når noen i familien skal løses ut eller potten skal deles ved at foretaket splittes opp i selvstendige enheter, blir det behov for råd og hjelp utenfra. Millionene som triller inn på kontoen til hun som er født med sølvskje i munnen, må jo forvaltes på gjennomtenkt vis.

Ikke få forvaltere og rådgivere har slått seg godt opp på slikt. Og ikke få medlemmer av velstående familier har tapt godt med kroner på så vel “spennende” som “helt sikre” investeringer – etter råd fra gode hjelpere med fete honorarer.

Rikdommens byrde

Å være født inn i en rik og tradisjonsrik familie må være en blandet fornøyelse. Der det forventes at du med liv og sjel går inn i den eksisterende businessen. Men hva om du vil bli snekker i stedet for skipsreder? Liker bedre å bygge i det lille og hjemlige snarere enn å prange i det store og fremmede? Ja, da blir jo kanskje mors og fars – kanskje særlig fars – forventninger brutt. En skuffet og misfornøyd far er lite trivelig å drasse rundt med. Bedre likevel å finne frem den stripete dressen og gå inn på den veien som allerede er staket ut? Prisen du betaler er å la høvelen ligge.

Rikdom og formue gir frihet og muligheter, skulle man tro. Men slik er det ikke alltid. Skatteflyktninger er meget rike mennesker som ikke finner det hensiktsmessig å bli boende i Norge. Av skattemessige grunner. I grunnen rart å tenke på. Den store formuen gjør at de velger å bo et annet sted enn der de egentlig helst ville bo.

8. mai 2015

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

En rapport til besvær



Ekstra 05/2015

Et godt finansvesen er helt nødvendig for en velfungerende økonomi. Men for mye fokus på penger og finans – "financialization" – fører til større inntektsforskjeller. Det passer den norske modellen med vekt på solidaritet og særlige tillegg for lavtlønte dårlig.

Arne Jon Isachsen

Centre for Monetary
Economics (CME)

Nylig fikk de to forskerne Ken-Hou Lin og Donald Tomaskovic-Devey Outstanding Article Reward i USA for bidraget "Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008". I denne artikkelen, utgitt av Chicago University Press og publisert i det prestisjetunge tidsskriftet *American Journal of Sociology*, konkluderes det med at en viktig årsak til tiltakende inntektsforskjeller i USA er "the rise of finance".

I

"Financialization" blir beskrevet av de to forskerne som to temmelig uavhengige prosesser. For det første, den økende dominansen til bank og finans, med større makt og kontroll over det øvrige næringslivet. For det andre, tiltakende fokus på finansielle disposisjoner i vanlige, ikke-finansielle foretak. Mens inntekter fra finans i ikke-finansielle foretak utgjorde 15 prosent av overskuddet i 1980, var andelen i 2007 kommet opp i 32 prosent, med en toppnotering på 42 prosent før dotcom-boblen sprakk i 2001. For industriforetak er trenden enda mer markert. Den typiske, amerikanske industribedrift har generert mer enn halvparten av samlet overskudd gjennom finansielle operasjoner de senere år.

Når bedriftenes overskudd i mindre grad kommer fra produksjon og salg, og i større grad fra finansielle operasjoner, styrker det eiernes makt og ledelsens forhandlingsstyrke overfor arbeidstakerne. Resultatet er ikke bare skyhøy godtgjørelse til de få på toppen, men også større forskjeller i lønn lenger nede i

organisasjonen. Ikke akkurat i tråd med den norske modellen basert på solidaritet og ekstra tillegg til lavtlønte.

Argumentet om at sterk vekst i ledernes produktivitet kan forklare stadig økende forskjeller, finner de to forskerne lite tilfredsstillende. Produktiviteten til den enkelte kan ikke observeres, den utledes av inntekten han eller hun mottar. Men da har man en tautologi – et tomt utsagn – som ikke forklarer noe som helst.

Tidligere har andre forskere sett på forhold som teknologiske endringer, synkende medlemstall i fagforeninger, og tiltakende globalisering som forklaring på de økende – og bekymringsfulle som mange vil si – inntektsforskjellene i USA. Modellene til Lin og Tomaskovic-Devey indikerer at veksten i finans har minst like stor forklaringskraft for tiltakende økonomiske ulikheter som de tre forholdene nevnt over til sammen.

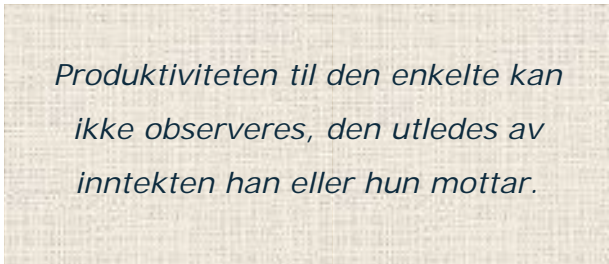
Lin og Tomaskovic-Devey peker på hvordan utviklingen i ideologi og politikk har gitt god grobunn for tiltakende "financialization" av amerikansk økonomi siden sent på 1970-tallet. Utviklingen i institusjonelle forhold har trukket i samme retning. Konsekvensen er legitimitet til lederlønninger, inklusive bonuser, som var helt utenkelige tidligere.

II

Den 8. april i år ble rapporten "Den norske finansnæringen – en vekstnæring", skrevet av Marius Nordkvelde, Robert Alexandru og

professor Torger Reve, med sistnevnte som faglig prosjektleder, lagt frem på et seminar på Handelshøyskolen BI. Rapporten er skrevet for Finansforbundet, som organiserer om lag 39.000 personer i bank og finans.

Denne rapporten, virker det for meg, starter i feil ende. Den skal underbygge konklusjonen om at finansnæringen i Norge er noe å satse på. For å få dette til må man "... lage mål og visjoner og ta posisjoner internasjonalt". Hvem skal lage målene og ha visjonene? Videre heter det: "Oslo har både ressurser og muligheter til å bli en finansby i europeisk verdensklasse".



Produktiviteten til den enkelte kan ikke observeres, den utledes av inntekten han eller hun mottar.

At Oslo skal bli en finansby av en slik klasse er for øvrig ganske urealistisk. USA har omtrent null i nettoeksport av finansielle tjenester, det vil si at eksporten av disse tjenestene er i samme størrelsesorden som importen. Og det til tross for den posisjonen New York har som internasjonalt finanssentrum.

Hva gjelder finans som eksportsektor, er ikke det som med skipsfart, som har relativt gode muligheter til å frakte varer mellom tredjeland. Norsk bank og finans i utlandet er i stor grad begrenset til å følge norske bedrifter ut,

pluss litt mellom tredjeland innenfor shipping og olje, men det kan neppe bli de store tallene.

Både Irland og Island prøvde seg som storeksportører av banktjenester. Vi vet hvordan det gikk. Skattebetalerne i begge landene fikk betale dyrt.

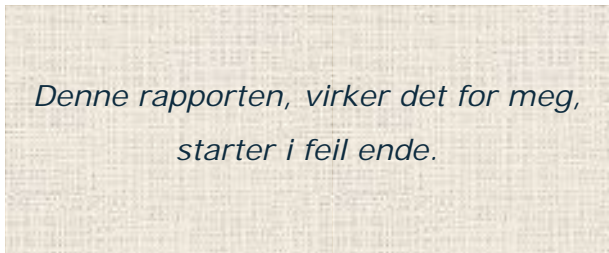
III

Det sentrale er å ha en veldreven og effektiv finansnæring som betjener det norske samfunnet på en god måte. Å tro at finans kan bli en vekstsektor med Oslo som finansielt sentrum, og med solid vekst i finansielle tjenester, er å tro på julenissen. Men julenissen vil ikke høre. Julenissen vil alle barn vel. Norge vil ikke være tjent med en slik utvikling.

I rapporten skiller man ikke klart nok mellom real- eller produksjonskapital på den ene siden og finanskapital på den andre siden. Produksjonskapital er realkapitalen som benyttes i produksjon av varer og tjenester, noe som vil foregå uavhengig av om produksjonskapitalen er finansiert av fremmedkapital (lån) eller egenkapital (egne midler). For å si det på en annen måte: Realkapitalen vil ha sin avkastning uavhengig av finansieringen.

Finanskapital er et redskap i finansieringen, altså i anskaffelse av realkapital. Finanskapitalen har sin egen avkastning gjennom lånerentene (fremmedkapital) og ved kursstigning på aksjer og utbytte (egenkapital).

Finansnæringens rolle er altså på en mest mulig effektiv måte å fremskaffe kapital til finansiering av realkapital der det er ønskelig og nødvendig. Det å fremskaffe eller formidle finanskapital er en produksjonsaktivitet på linje med annen tjenesteproduksjon.



Denne rapporten, virker det for meg, starter i feil ende.

IV

Reve & Co. foreslår å splitte opp Statens pensjonsfond utland (SPU, eller Oljefondet) og gi hvert delfond incitament til å konkurrere. Det "... kan utløse et uforløst næringspotensiale innenfor kapitalforvaltning i Norge", heter det. I Sverige har oppsplittingen i flere allmänna pensionsfonder ("AP-fond") gjort at de bare forsøker å kopiere hverandre. Det gjør det vanskeligere å ha oversikt over den samlede risikoen og å styre den.

Videre er det lettere for de kontrollerende myndigheter å holde fokus på bare ett fond. Sjefen for SPU blir jevnlig avkrevd svar og stilt til ansvar, av både presse og politikere, for sine beslutninger. En ting til: Vårt oljefond er trolig verdens billigste i betydning kostnadene knyttet til forvaltningen av alle disse midlene.

NBIM-modellen – det vil si Norges Banks forvaltning av alle oljepengene – er langt å foretrekke fremfor en oppsplitting à la Sverige. Mener svensker flest.

V

Så noen ord om metoden Reve & Co. benytter for å belegge sine påstander. Det å ta verdiskapningen i den aktuelle sektor, dvs. betaling til produksjonsfaktorene, og dele på antall arbeidstakere, for på det grunnlaget å si noe om utviklingen i arbeidskraftens produktivitet over tid (2008-2012), holder ikke vann. Dersom avkastningen til kapitalen svinger kraftig, vil verdiskapningen målt på denne måten også svinge kraftig. Hvor produktiv arbeidskraften er, eller hvor mye mer produktiv arbeidskraften er blitt, gir slike tall derfor liten informasjon om.

Det at observasjonsperioden er på beskjedne fem år og starter samme år som finanskrisen, gjør analysen enda mer tvilsom. For om 2008 var et dårlig år, vil jo veksten se pen ut fremover, selv om det i stor grad er å ta igjen det tapte.

Noe jeg skulle hatt interesse av å se, er hvilke tall Reve & Co. ville kommet opp med om de hadde inkludert 2013 og 2014. Høsten 2013 annonserte Rune Bjerke, sjefen i Norges største bank, et "spleiselag". Hensikten var å bedre bankenes inntjening slik at kravet om høyere egenkapital lettere skulle la seg innfri. Det skjedde ved å presse mer ut av kundene og å gi dem mindre tilbake. I etterkant angret

DNB-sjefen på bruken av uttrykket "spleiselag". Det var en tabbe.

Det sentrale er å ha en veldreven og effektiv finansnæring som betjener det norske samfunnet på en god måte.

Om DNB og andre banker har hatt solid vekst i overskuddet de to siste årene, betyr det økt verdiskapning. I så fall vil verdiskapning delt på antall årsverk, dvs. produktiviteten i Reves vokabular, vise en pen, oppadstigende kurve. Aha – alt som kreves for økt produktivitet er altså fetere marginer i bankene, med rom for

økte lederlønninger, pene kursgevinster til aksjonærene og mulighet for mer i utbytte.¹

VI

Et godt finansvesen er helt nødvendig for en velfungerende økonomi. Dermed er det ikke sagt at det alltid bør vokse. En voksende litteratur stiller nå spørsmålsteget ved hvorvidt aktiviteten i finansvesenet er overdrevent stort. Hvorfor handles det så mye i verdipapirer? Her finner ikke forskerne noe godt svar.²

22. mai 2015

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

¹ I teaterstykket "Skyligh" av Davide Hare, som for tiden går på Nationaltheateret, høres følgende replikk: "Før snakket man om å tjene penger. Nå snakker man om verdiskapning."

² Se artikkelen "Has the US Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation", av Thomas Philippon, *American Economic Review*, 2015, side 1408-1438.

Bonuskulturen



Månedsbrev 06/2015

Med ensidig vekt på lønn og bonus kan stemningen i bedriften bli dårlig. Incentiver som er tilpasset den enkelte og det målbare, kan koste dyrt på lang sikt.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

De økonomiske forskjellene øker, noe som får stadig økende oppmerksomhet. Rett nok er antall fattige i verden er på vei ned – i første rekke takket være utviklingen i Kina – men forskjellene internt i de fleste land, er klart på vei opp. Vil vi ha det samfunnet vi er på vei mot?

Nobelprisen til Jean Tirol

Den franske professoren Jean Tirole var en verdig vinner av fjorårets Nobelpris i økonomi. Med nybrottsarbeider over et bredt sett av temaer, blant annet hvordan konkurransen i ulike næringer bør reguleres slik at helhetens interesser ivaretas på best mulig vis. Professoren trekker på sine kunnskaper i spillteori og matematikk, men anvender også sin innsikt i psykologi og menneskelig atferd mer generelt enn hva økonomer flest gjør. Dermed går han utover vårt fags til tider ensidige betoning av pengemessig belønning.

En tradisjonell utfordring i økonomi er hvordan eieren av et foretak skal få ledelsen som driver butikken, til å gjøre det på en slik måte som eieren gjerne vil. Ved å la administrerende direktør (og gjerne også andre i toppskiktet) få bonus basert på utviklingen i aksjekursen, hvilket vil føre til at kursen drives opp så høyt som mulig slik at eieren av selskapet blir så velstående som mulig, har man knekket denne koden. Eller har man det?

Finanskrisen og bonuskulturen

I en interessant artikkel som Jean Tirole har skrevet sammen med professor Roland Bénabou, og som snart kommer på trykk i det prestisjetunge tidsskriftet *Journal of Political Economy*, tar forfatterne utgangspunkt i at en utstrakt bonuskultur har gått sammen med mindre gode ytelser, kfr. finanskrisen og de omfattende bøtene store banker har fått de senere årene for ulovlig samarbeid og for å manipulere både LIBOR-renten og valutamarkeder.¹

Denne krisen, som fremdeles ikke er over (hva vil skje i Hellas?) har medført store kostnader for andre. Bare spør irske skattebetalere som måtte ut med 64 milliarder euro for å redde eget bankvesen, når det var eierne av bankene som skulle ha tatt disse tapene. Snart vil franske og tyske skattebetalere kunne oppleve noe av det samme når greske statsobligasjoner ikke lenger blir betjent; disse to landenes myndigheter sitter på papirer for til sammen 160 milliarder euro.

For liten vekt på oppgaver som ikke er målbare?

Artikkelen til de to franske professorene tar sikte på å forklare slik atferd innen rammen av tradisjonelle samfunnsøkonomiske

¹ "Bonus culture: Competitive pay, screening, and multitasking", Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit, No. 7321.
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.294.692&rep=rep1&type=pdf>

modeller. Men selv om modellene de bruker er kjente, anvender Bénabou og Tirole (B&T) begreper og mekanismer som man ikke til vanlig møter innen økonomifaget. Trolig vil andre økonomer etter hvert få øynene opp for de mekanismene som B&T trekker frem til forklaring av arbeidsinnsats og belønning. Bedre forståelse som gir bedre reguleringer, kan man således håpe på.

I modellen til B&T har den enkelte arbeidstaker både lett målbare oppgaver og oppgaver som det er mindre enkelt å måle hvor godt utføres. Blant denne siste typen oppgaver finner vi atferd og virksomhet som skaper god stemning og trivsel i bedriften, som altså er til fordel for andre. Folk som er flinke til dette, er verdifulle for bedriften. Men innsatsen de yter og bidraget de her gir er ikke lett å måle. I en kultur der alt måles og veies blir slik innsats lite verdsatt. Eller som forfatterne sier:

“Incentivizing easily measurable tasks can jeopardize the provision of effort on less measurable ones.”

Om man i foretaket nesten kun legger vekt på den målbare delen av jobben, vil det kunne føre til mindre fokus på miljøskapende virksomhet. På sikt kommer bedriften dårligere ut; både trivsel og overskudd faller.

De med talent for å skape trivsel og god stemning får en moralsk utfordring. Hvor mye tid og krefter skal man bruke på ikke-målbare aktiviteter som fremmer produktivitet til helheten, men ikke den målte produktiviteten for seg selv?

De med talent for å skape trivsel og god stemning får en moralsk utfordring.

For sterk konkurranse

B&T viser hvordan ensidig fokus på overskudd og aksjekurs kan føre til et insentivsystem som appellerer til ledere med kort tidshorisont. Konkurransen om slike ledere blir sterkere dess mer mobil arbeidskraften deres er. Lønn og bonus til sjefene drar ifra resten.

Tiltakende ulikheter innen bedriften som ikke oppleves som rimelig, vil i sin tur virke tilbake på atferden og motivasjonen. Konkurransen – som økonomer gjerne hilser velkommen – kan bli for sterk og resultatet blir større forskjeller. Eller som B&T skriver:

“Competitive bidding for talent is thus destructive of work ethic, and ultimately welfare-reducing.”

Hva gjelder utdanningsbakgrunn vil folk med generell lederkompetanse komme bedre ut. Mens ingeniører tidligere befestet mange toppstillinger, gjør folk med en MBA-utdannelse det i stigende grad nå. Insentiver som er for snevert innrettet mot én ting – resultatet på bunnlinjen fra det ene kvartelet til det neste – vil over tid kunne virke mot sin hensikt.

Stor mobilitet i arbeidsmarkedet og ensidig fokus på lønn og bonus som motiverende faktorer, kan gi et fattigere arbeidsliv. Lojaliteten man tidligere kjente til arbeidsgiver og til arbeidskamerater blir mindre. Og belønningen som ligger i det å gjøre en god jobb, reduseres. I stedet måles man – og måler selv – folk etter lommeboka.

Mer vekt på yrkesstolthet

I finansnæringen betød det en kultur basert på utstrakt trading på egen bok, med tilhørende god avkastning når det gikk bra – fra 1998 økte andelen av inntekter som investeringsbanker i USA fikk ved egenhandel (“principal and proprietary trading”) fra under 20 prosent til 45 prosent – og med konkurs og finanskriser da high-flyers ble innhentet av virkeligheten.

Stor mobilitet i arbeidsmarkedet og ensidig fokus på lønn og bonus som motiverende faktorer, kan gi et fattigere arbeidsliv.

Tidligere sjef for den amerikanske sentralbanken, 87-åringen Paul Volcker, som fremdeles er aktiv i debatten, kfr. Volcker rule som begrenser bankenes adgang til

egenhandel, minner om hvordan det å gjøre en god jobb i seg selv virket motiverende – at den profesjonelle stoltheten var noe å ta vare på.

Da Volcker startet ut som en ung og lovende mann i bankvirksomhet, eksisterte ikke dagens fete bonusordninger. Heller ikke drev man jakt på talenter hos konkurrentene. Stoltheten i å kunne sitt fag, derimot, ble klart vektlagt. Eller som den gamle kjempen sier i et intervju i Newsweek i 2012:

“...And there was much more emphasis on that (professional pride) than on making extraordinary amounts of money.”²

Hva kan man gjøre for å rette opp situasjonen? For å bringe tilbake de gode, gamle dager? Bénabou & Tirole trekker frem muligheten for å begrense utbetaling av bonus og å skattlegge lederlønninger kraftigere. Hensikten er å skape et mer balansert insentivsystem som kan bedre økonomiens virkemåte. En solidarisk lønnspolitikk, som vi sier her til lands.

19. juni 2015

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

² Her er link til intervjuet:

<http://www.newsweek.com/paul-volcker-greedy-bankers-ryan-plan-and-fed-64791>.

Working Paper Series

- 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
- 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

Working Paper Series

- 2/13 **Mork, Knut Anton**
Etter oljen: Utfordringer for norsk økonomi
- 3/13 **Andersen, Torben M.**
Finanspolitikk og den økonomiske og monetære union
- 4/13 **Isachsen, Arne Jon**
Bank og Finans – Hva har hendt? Og hva har vi lært?
- 5/13 **Utne, Amund**
EØS-avtalen
- 6/13 **Isachsen, Arne Jon**
Stabilt eller robust?
- 7/13 **Bjørnland, Hilde C. and Leif Anders Thorsrud**
Ringvirkninger
Norsk økonomi og olje
- 8/13 **Isachsen, Arne Jon**
De gamle er eldst
- 1/14 **Steigum, Erling and Øystein Thøgersen**
A crisis not wasted – Institutional and structural reforms behind Norway's strong macroeconomic performance
- 2/14 **Isachsen, Arne Jon**
Ulikhetens pris
- 3/14 **Høien, Torgeir**
Nibor-mysteriet
- 4/14 **Isachsen, Arne Jon**
Noen betraktninger om Oljefondet
- 5/14 **Isachsen, Arne Jon**
Bank og pølsebod – Hva er forskjellen?
- 6/14 **Aamdal, Kyrre**
NIBOR – Intet mysterium
- 7/14 **Høien, Torgeir**
Piketty's laws and logic
- 8/14 **Isachsen, Arne Jon**
Når forskjellene blir for store
- 1/15 **Isachsen, Arne Jon**
Mye vil ha mer
- 2/15 **Skjæveland, Arent**
Globalisering og det norske arbeidsmarkedet
- 3/15 **Isachsen, Arne Jon**
Når gjelden blir for stor

CME

Centre for Monetary Economics, BI Norwegian Business School

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

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.
- No 14/2013** **Boye Katrine Godding and Sveen Tommy**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 15/2014** **Mork Knut Anton, Freixas Xavier and Aamdal Kyrre**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 16/2015** **Aamdal Kyrre and Lommerud, Kjell Erik**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.

CME

Centre for Monetary Economics, BI Norwegian Business School

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