

Working Paper Series 3/08

KJØP OG SALG AV RISIKO

Arne Jon Isachsen
CME/BI

Juni 2008

The logo consists of the letters 'BI' in a bold, white, sans-serif font, centered within a dark blue square. The square is positioned in the bottom left corner of the page.

BI

Centre for Monetary Economics
BI Norwegian School of Management

KJØP OG SALG AV RISIKO

Kan vi lære noe av Amerika?.....	side	1
Davos.....	side	5
Om stolthet.....	side	8
Kjøp og salg av risiko.....	side	12
Krise i Amerika?.....	side	16
Hvorfor sparer kineserne så mye?.....	side	20

Dette arbeidsnotatet setter sammen Månedsbrevet for årets seks første måneder.

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Januar 2008

KAN VI LÆRE NOE AV AMERIKA?

Kan vi hente noe ut av USAs måte å innrette samfunnet på som sikrer oss bedre tilgang på de beste hodene? Kan vi lære noe av amerikanerne når det gjelder å skape stolte nordmenn av nye nordmenn? Hvordan løse disse to oppgavene uten at prisen blir for høy i betydningen av en nedbygging av velferdsstaten, er en stor utfordring.

Til stadighet blir vi nordmenn minnet om hva som er galt med USA. Klart amerikanerne har vært uheldig med sin siste president – som de til og med gjenvalgte for en ny fireårsperiode. Men nå er folk lei av George W. Bush. Hans eksport av demokrati har amerikanere flest fått nok av – i hvert fall når resultatet er en krig som ikke kan vinnes. Som føres på en måte som ikke kan aksepteres. Det er ikke atferden til de amerikanske soldatene som er problemet – amerikanere flest er stolte av dem – det er presidenten og hans ledelse av krigen som skaper misnøye. I fengslet på Guantanamo-basen har flere hundre fanger vært holdt i årevis uten lov og dom. En vesentlig bærebjelke i et hvert demokrati – rettssikkerheten for den enkelte – er tatt bort.

Amerikaneres tillit til sin regjering er halvert siden Bill Clinton gikk fra borde. Optimismen i USA er på et lavmål – bare en av tre amerikanere tror at barna får et bedre liv enn de selv.

Mon tro om det likevel er noe hos dem, som er noe for oss?

De gode nyhetene

I denne generelle stemningen av mismot på USAs vegne er det lett å tape av syne de gode nyhetene. Her er noen: Kriminaliteten er dramatisk redusert, fra over 2200 mord i New York i 1990 til under 500 i fjor. Ungdommen både drikker og røyker mindre. Bruk av narkotika blant tenåringer har falt med 23 prosent siden 1990-tallet. Andelen unge som ikke fullfører 12 års skolegang, har sunket til 10 prosent, det laveste tall på tretti år. Enslige mødre i arbeid har tatt seg kraftig opp. Antall aborter er redusert fra 1,6 millioner i 1990 til 1,3 millioner i fjor.

På to områder har vi i Norge mye å lære av Amerika:

- Hvordan klarer amerikanerne å få utlendinger som vil bli innlendinger, til så fort å bli det? Og til å bli så stolte av Amerika – sitt nye land? USA er velsignet fri for den

fremmedgjøring innvandrere i de fleste land i Europa føler. Amerikanske skoleklasser der det undervises i engelsk for nye landsmenn, er stappfulle. Språkundervisning har blitt en enorm business. Sammenhold dette med all uroen rundt innvandring i Frankrike, og myndighetenes manglende evne til der å gripe fatt i og å løse problemene. Eller vårt eget land, hvor innvandrere i svært varierende grad synes å finne seg til rette på måter som passer både dem og oss. Og hvor ferdighetene i norsk ofte er mye tilbake å ønske.

- Og hvordan lykkes USA å få det beste ut av de beste? Hvordan innretter de sitt universitets- og utdanningsvesen slik at verdens beste fagmiljøer på det meste finnes i Amerika – med tilhørende eventyrlig store fordeler for landet. Eller hvorfor tror du USA vant Den kalde krigen? Og i dag, og i enda noen år – inntil kineserne eller andre kommer for fullt og gjør USA rangen stridig – er verdens ubestridte supermakt?

Eliten som flytter til USA, trives i sitt nye hjemland

Det er en sammenheng mellom disse to sakene. Omtrent halvparten av dem som i dag jobber i USA, som er under femti år gamle og har en doktorgrad, er født i andre land. Så mange hadde neppe blitt der om de ikke hadde likt seg der. Og vært stolte av sitt nye hjemland.

Nobelprisvinnere i medisin, kjemi, fysikk og økonomi har i uforholdsmessig stor grad sin arbeidsplass ved amerikanske universiteter. Mange av dem født i andre land. Som vår egen Finn Kydland som i 2004 fikk prisen i økonomi sammen med Edward Prescott. Mon tro om det hadde vanket noen Nobelpris på Kydland om han i stedet for å reise til Carnegie Mellon universitetet i Pittsburgh hadde blitt værende i Bergen?

Debatten i Norge om behovet for akademiske elitemiljøer har nå blusset opp. Distriktshøgskoler, som senere blir omdøpt til universiteter, på alle holmer og nes, gir en utvanning av de akademiske kreftene i vårt grisgrendte land. Rektor ved Universitetet i Oslo vil at hans universitet skal få midler og status som eliteuniversitet. For å trekke til seg kloke hoder og forskerspirer fra andre land, og for å hindre flukt fra eget. En perfekt måte å terge på seg andre rektorer på.

Hva gjør man i USA? Det må være et studium verdt. Jeg har mine tanker, men de får utestå til en annen gang.

.... og det gjør fotfolket også

Også dem lenger ned på rangstigen som kommer til USA, ser stort sett ut til å trives der. Det har trolig sammenheng med selve utvelgelsen. Amerika er ikke noe kjæremor land. Offentlige støtteordninger er lite utbygget. Fremdeles mangler amerikanerne en helseforsikring som omfatter alle. Eget initiativ og egen innsats må til. Familie og venner, naboer og fellesskap på religiøst grunnlag, betyr mer enn stat og kommune. Hva slags folk er det da som velger å satse på USA som sitt nye land? Dem med initiativ og arbeidslyst, med tro på seg selv og på fremtiden. Forskning avdekker nettopp det – at amerikanere tradisjonelt har større tro på fremtiden enn europeere. Og forventer mindre av det offentlige.

USA er en smeltedigel for ulike kulturer. Det bor bare innvandrere der, kunne man nesten si. Hvis du heter Muhammed og søker jobb, hvor mange søknader må du sende i Europa i forhold til i USA før du får jobb? Hva har det å si for integrasjonen?

Hvilken læring kan vi i Norge ta av dette? Med hver femte person i yrkesaktiv alder utenfor arbeidslivet har Norge et problem. ”Et valg mellom kutt i velferd og offentlig aktivitet eller økte skatter vil tvinge seg frem”, sier professor Øystein Thøgersen ved NHH, med mindre man ikke makter å gjennomføre nødvendige reformer av uførepensjonssystemet. Og legger til, ”... stor statsfinansiell rikdom ser ut til å hindre politisk handlekraft.” Som konkret eksempel på en velferdsstat som forstrekker seg, trekker professoren frem oppordningen som gir en subsidiert tidligpensjonering av friske folk. Og videre: ”Vi kan dessverre ha kommet i skade for å overekspandere ordningene slik at resultatet har blitt overutnyttelse av velferdsstaten”.¹

For mye velferd i Norge?

Har velferdsstaten med sine krav og forventninger gått for langt hos oss? Mange synes mistilpass og lite glade til tross for at reell eller absolutt levestandard er svært mye høyere i dag enn for bare få år tilbake for de aller fleste av oss. Ja, inntektsforskjellene øker, men forskjell i levestandard gjør ikke det i samme grad. Mens de rike tidligere hadde biler og fotfolket ikke, har så godt som alle familier bil i dag. Hele 70 prosent av amerikanere under fattigdomsgrensen har bil. Det betyr at de transporttjenester og den frihet som bilen gir, er tilgjengelig for de fleste. Han med en Audi 80 fra 1987 kommer seg nesten like sikkert og raskt til fjells som hun med en splitter ny Toyota Landcruiser. Komforten er forskjellig. Men det er en langt mindre forskjell enn den kvalitative – mellom det å ha bil og det ikke å ha bil.

Videre er det slik at selskaper som Dressmann og Wal Mart sørger for at nye produkter hurtig kommer i rimelige utgaver til glede for det store gross. Min nye flanellsskjorte fra Dressmann er nesten like god som den dyreste i markedet, selv om det går seks Dressmannskjorter på én fra Ferner Jacobsen.

IBSEN MÅTTE KLARE SEG LENGE UTEN DIKTERGASJE

Tidlig på 1860-tallet ble Henrik Ibsens søknad om diktergasje avslått av Stortinget. Den slags kunne man ikke ta seg råd til. Takk for Bjørnstjerne Bjørnson. Han så talentet. Og samlet inn midler. Så Ibsen kunne bli værende i Italia og der skrive ferdig Brand. Med Brand i boks var berømmelsen sikret. Stortinget fulgte på med innvilgelse av diktergasje til Ibsen i 1866, fastsatt til 400 spesidaler. Og likevel, noen år senere i Dresden valgte familien Ibsen, av økonomiske årsaker, å flytte fra et mer fasjonabelt strøk inne i byen, til et mindre fasjonabelt og billigere strøk i utkanten. En forhøyelse av Ibsens diktergasje ble foreslått noen år senere. Men avvist av Stortinget.

¹ Se NHH Bulletin nr.2, 2007.

Økende avstand mellom krav og virkelighet

Syke blir noen når avstanden mellom det man forventer og forlanger, og det man erfarer, stadig blir større. Ikke fordi den absolutte eller reelle levestandarden synker. Men fordi krav og forventninger galopperer forbi. Som igjen kan ha sammenheng med de økende inntektsforskjellene vårt markedsbaserte økonomiske system genererer. Ny teknologi gjør at forskjeller i evner og ferdigheter gir multiplikative mye større forskjeller i resultat. Og globaliseringen fører til at lavtlønte i rike land får økt konkurranse fra ufaglært arbeidskraft, som Kina og India har overflod av. Mindre blir ikke misnøyen av medias kontinuerlige oppmerksomhet på lotto-millionærer og aksjeguruer.

Litt av et dilemma. Omfavne globaliseringen og trappe noe ned på velferdsstaten? Eller demme opp for globaliseringen og tviholde på de norske verdiene? Fy deg Gro, tenk å snike i hoftehelsekøen!

Lær av Amerika

Kan vi hente noe ut av USAs måte å innrette samfunnet på som sikrer oss bedre tilgang på de beste hodene? Kan vi lære noe av amerikanerne når det gjelder å skape stolte nordmenn av nye nordmenn? Hvordan løse disse to oppgavene uten at prisen blir for høy i betydningen av en nedbygging av velferdsstaten, er en stor utfordring. I kjølvannet av dette melder behovet om en gjennomgang av velferdsstaten seg, ut fra ønsket om at den skal bli mer velfungerende.

17. januar 2008

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

MÅNEDSBREVET

Februar 2008

DAVOS

Det norske Oljefondets strategi basert på full åpenhet og rene finansielle plasseringer fremstod under World Economic Forum i Davos i januar 2008 som et ideal for andre land å ta etter. For amerikanske myndigheter har Sovereign Wealth Funds (SWFs) gjort jobben med en rekapitalisering av skakkjorte banker enklere. Bill Gates vil gjerne ha "kreative kapitalister" som streber etter anerkjennelse ved å gjøre godt snarere enn bare å være opptatt av størst mulig profitt.

Så er møtet i Davos over for denne gang. Ikke mellom verdens beste skøyteløpere slik det var i min barndom. Men i World Economic Forum der et par tusen av verdens rikeste og mektigste kvinner og menn setter hverandre stevne.

Norge viser vei

Vår egen fru Halvorsen var nærmest for ballets dronning å regne. Som representant for eieren av Statens Pensjonsfond – Utland, populært omtalt som "gullstandarden" for hvordan land bør drive regjeringseide fond, eller SWFs, for Sovereign Wealth Funds, var vår finansminister en person mange lyttet til. Myndigheter i andre land bør ta etter den norske modellen for investeringer over landegrensene, var hennes budskap: Full åpenhet, fullt innsyn og kun små aksjeposter i hvert enkelt av flere tusen selskap. Samt et etikkråd som sier fra når et selskap går for langt, eventuelt at man selger seg ut av slike selskap.

Hvordan Norge har klart å lage en regel som begrenser bruken av oljepengene på en forutsigbar måte – eller strekker bruken av disse pengene ut i tid –, som politikerne etterlever, finner mange imponerende. Bak handlingsregelen står imidlertid et modent demokrati og et temmelig egalitært innstilt samfunn med stor enighet om at oljepengene tilhører oss alle – ved at fremtidige pensjoner skal dekkes av midlene her.

I land preget av fåmannsvelde er det neppe etablering av en handlingsregel for statlige fond som er den aktuelle utfordringen. Når det egentlige problem er et korrupt styringssystem som rikelig tilgang på olje kan gjøre det vanskeligere å bli kvitt, spør det om norske erfaringer med Statens Petroleumsfond – Utland er av særlig relevans.

Amerikanerne vil beholde kontrollen

Nå som utenlandske SWFs kommer stadig sterkere på banen, setter amerikanerne spesielt stor pris på poenget med full åpenhet og bare små aksjeposter, slik det norske oljefondet praktiserer. Tidligere finansminister Lawrence Summers, nå professor ved Harvard University, er engstelig for at USA skal miste kontroll over egne foretak av strategisk betydning. Høsten 2005 fikk vi et patetisk eksempel på denne frykten da det kinesiske statsoljeselskapet CNOOC ble forhindret fra å kjøpe Unocal, et lite amerikansk oljeselskap, til tross for at budet til CNOOC lå over de 17 milliarder dollarne som Chevron hadde budt.

Patetisk, for når amerikanske forbrukere år ut og år inn bruker mer penger enn de tjener, og når underskuddet dekkes ved låneopptak i utlandet, virker det lite rimelig å nekte långiver å kjøpe et amerikansk foretak som det skal en livlig fantasi til for å hevde er uheldig kommer på utenlandske hender. Olje er en råvare det handles fritt med verden rundt. Og om en internasjonal krise skulle oppstå, vil produksjonen fra en oljebrønn på amerikansk jord alltid kunne rekvireres for bruk i Amerika. I tillegg kan anføres at Unocal leverer knapt én prosent av USAs oljeforbruk. Samt at amerikanske selskaper på sin side har foretatt direkteinvesteringer i Kina på til sammen 70-80 milliarder dollar.

Altruisme og kapitalisme

Bill Clinton var ikke i Davos denne gangen. Men han har ikke lagt skøyte på hylla. Valgkamp for fruene fikk forrang. Men Bill Gates var der. Han har, sammen med *sin* frue, satt opp et fond på 35-40 milliarder dollar – rundt tiendeparten av det norske oljefondet – der formålet er å gjøre godt i verden.

Bill Gates har gjort mye godt allerede. Tenk bare hvilke produktivetsgevinster verden rundt software fra Microsoft har ført til. Med alder og penger har Gates i stigende grad blitt opptatt av de globale fattigdomsproblemene. Kan vi ikke skape en form for ”kreativ kapitalisme”, undrer han, der hensynet til dem på bunnen av pyramiden blir tillagt større vekt?

Men hvordan i praksis få til en effektiv bekjempelse av fattigdom innen et kapitalistisk og profittdrevet system? Ved at den enkelte i større grad jager etter *anerkjennelse*, i tillegg til etter profitt, mener gründeren av Microsoft. Nettopp hva han selv nå gjør ved etablering av Bill & Melinda Gates stiftelsen. Og hva jeg gjør ved å sitte på kontoret en lørdag formiddag i stedet for å gå på ski, og skrive på pc det du leser, med programvaren Word fra Microsoft.

Men hvordan få unge og sultne aksjemeglere eller fremadstormende og ambisiøse forretningsadvokater til å tenke i slike baner? Kurs i etikk på universiteter og høyskoler er vel og bra. Men neppe nok. Det samme kan sies om næringslivets satsning Corporate Social Responsibility – eller CSR. Bra saker, går jeg ut fra. Men nok til å gjøre oss alle til altruister?

Davos i 2007 var noe annet enn Davos i 2008

Et aktuelt tema på fjorårets kjendissamling var vestlige bankers inntreden som strategiske partnere på eiersiden i fire store kinesiske statsbanker, med sikte på å lære kineserne bankhåndverk slik at produksjonen av stadig nye ikke-betjente lån stanser opp. Samlet sett har

vestlige banker skutt inn om lag 11 milliarder dollar i kinesiske. I november i fjor var markedsverdien av disse midlene på over 80 milliarder dollar.

Kapitalstrømmer i motsatt retning stod sentralt i år. Bak behovet for innsprøyting av 70-80 milliarder dollar i ny egenkapital fra utenlandske investorer til vestlige storbanker ligger tap i megaklassen. En medvirkende årsak til denne utviklingen er et reguleringsregime som ikke virker etter hensikten. Ivrigte selgere av kreditt kan tjene gode penger på risikofylte prosjekter uten selv å ta risiko. Nye instrumenter som få skjønner, er kommet til, som lempet risikoen over på andre, blant annet søvnige kraftkommuner i Norge.

På toppen av det hele stolte myndighetene på bankenes egne modeller for beregning av risiko med tilhørende egenkapitalkrav. "It was a shocking abdication of responsibility", sier George Soros i Financial Times 23. januar.

SWFs gjør livet enklere for amerikanske myndigheter

Det er ikke hvilke som helst utlendinger som har gått inn med friske midler i bløende, amerikanske banker. Mange av midlene kommer fra SWFs – statlige fond i fremvoksende økonomier. Myndighetene i USA har således så langt sluppet å refinansiere egne forretningsbanker – andre lands myndigheter har gjort jobben. Hadde de holdt seg til den norske modellen med små investeringer i mange selskaper, ville amerikanske myndigheter hadde større problemer i dag.

Mon tro om SWFs investeringer i amerikanske banker de siste månedene vil ha like god avkastning som vestlige bankers investeringer i kinesiske statsbanker over de siste tre-fire årene? Jeg tipper nei.

Det underliggende realøkonomiske problemet bak uroen i verdens finansmarkeder er USAs vedvarende overforbruk. For at Amerika skal komme i bedre økonomisk balanse, må sparingen opp. I det globale bildet er det da fint om andre land kan iverksette tiltak med sikte på å øke egen etterspørsel. En svakere dollar og svak eller negativ vekst i USA noen kvartaler er neppe til å unngå om den globale balansen skal gjenopprettes.

Amerikanernes frykt for dårlige tider, selv om de bare er midlertidige og legger grunnen for gode tider senere, er vanskelig å forstå. Det er også kinesernes motvilje mot en sterkere valuta og en ekspansiv finanspolitikk.

8. februar 2008

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

MÅNEDSBREVET

Mars 2008

OM STOLTHET

Å være stolt av sitt land gir selvfølelse og selvrespekt. Folk er villige til å forsake mer for å kjenne på stolthet over eget land enn mange tror. Kinesere og russere er stolte over at de igjen regnes med. Landets ledere blir populære av slikt. Vi nordmenn har også mye å være stolte over. Men kanskje ville vi tidvis stå oss på å utvikle noe større nysgjerrighet på andres suksess snarere enn bare å skulle berette om egen?

“Hvor var du da Brå brakk staven?” Hvorfor er dette blitt et munnhell i Norge? Fordi vi er stolte av Oddvar Brå. Som den 25. februar 1982, på Holmenkollen skistadion, brakk staven i oppløpet mot mål. Med russeren Aleksandr Savjalov hakk i hel. Få trodde at Brå skulle komme tilbake. Men det gjorde han. Terje Bogen var raskt fremme med ny stav. Og i det mållinjen ble plassert var Brå i tet. Det var også Savjalov. Den salomoniske dommen ble felt – gull i stafett i VM på ski til begge land.

Det er typisk norsk å være god

Oddvar Brå er en av oss. Vi liker å tenke at vi selv skulle gjort som Brå om vi hadde vært i samme situasjon. Vi identifiserer oss med ham. Om vi ikke kan ta noe av æren, kan vi i hvert fall sole oss i glansen av hans prestasjon. Det kjennes godt.

Alle sine Norgesmesterskap til tross, i 1982 fremstod ikke trønderen Oddvar Brå som noen internasjonal kapasitet. Annerledes da med jevngamle Ivar Formo fra Oslo. Allerede under Olympiaden i Innsbruck i 1976 satte Formo varige spor ved å vinne gull på femmila. Og NRKs Bjørge Lillelien hylte ut i begeistringen: ”Saken er biff. Saken er karbonade. Saken er ertesuppe.....”

Skulle Oddvar Brå gå ned i historien som en annen Rudi Liebrechts, den sympatiske skøyteløperen fra Nederland som vant når det ikke gjaldt, og ikke vant når det gjaldt? Onsdagsløper, ble han kalt. Nettopp Oddvar Brås manglende suksess internasjonalt gjorde oss ekstra begeistret over VM-gullet denne februardagen i 1982. Han fortjente å bli verdensmester.

Alle er stolte av sitt land

Det er viktig å ha noe og noen å være stolte over. Det være seg bygda, byen eller landet man kommer fra. Eller slekten bakover, ektefelle, bikkje og barn. Eller karriere, inntekt og ny bil. I tillegg til stolthet over landsmenn som har gjort seg fordelaktig bemerket. Stolthet innen rammer, av passende saker og ting, er med på å gi et solid fundament for et godt liv.

Apropos bikkjer. Stolthet kan ikke erstatte egne erfaringer. Jakthunden som får prøve seg i godt rypeterreng, har et godt liv. Bedre enn tilværelsen til bikkja som ligger på sofaen, og er stolt av egen rases jaktgenskaper.

Å være stolt av sitt land gir selvfølelse og selvrespekt. Økonomer og andre samfunnsvitere undervurderer betydningen av folks behov for og ønske om å være stolte av sitt land. Betalingsvilligheten folk har for slik stolthet, kunne man si, er langt større enn det vitenskapsmannen legger til grunn. Eller bredere vurdert – folk er villige til å forsake mer for å kjenne på stolthet over eget land enn mange tror. Tror jeg.

Etiopiere er stolte av Etiopia

Når sjansen byr seg, spør jeg gjerne folk fra ulike land hva ved sitt hjemland de er stolte over. ”At vi aldri ble kolonialisert, og at vi har så vakre høysletter”, sier etiopiske drosjesjåfører i Washington D.C. I USAs hovedstad bor det mer enn 100.000 etiopiere, den største kontingenten etiopiere utenfor landets grenser. Og, forteller drosjesjåføren, hjemme i Afrika er vi mer enn 75 millioner. Visste du det?

..... kinesere av Kina

Kinesere er stolte av sin mer enn fire tusen år gamle historie og av sin kultur. Midtens Rike som Kina kalles, gir klar beskjed om hvor verdens navle egentlig er. I kulturbegrepet inngår også matkultur – det kinesiske kjøkken kommer i mange varianter. Noe annet kunne man knapt vente i et land med 1,3 milliarder mennesker der syv-åtte av 22 provinser har flere innbyggere enn Frankrike.

Kinesere er også stolte av at landet igjen har reist seg etter i mer enn hundre år å ha blitt herset med av folk fra mange land. Fra Opiumskrigen i 1840 til Mao i 1949 kunne erklære etableringen av Folkerepublikken Kina. Maos forbrytelser mot sitt eget folk – som Det store spranget fremover, en meningsløs politikk som skapte hungersnød og krevde 30 millioner kineseres liv, og hans Kulturrevolusjon som mange kinesere i dag sier er den verste epoken i Kinas lange historie – fratar ham ikke et godt omdømme hos kinesere flest. ”Mao gjenreiste Kina”, sier mange, ”..... og Deng””, som fulgte etter Mao, og som i 1978 startet en reformprosess basert på økonomisk samkvem med resten av verden, ”.... fylte våre mager”.

..... og russere av Russland

Tilsvarende kineserne er russerne stolte over at de igjen regnes med. Høye oljepriser og en leder som vet å bruke den makten kontroll over andre lands tilgang på energi gir, ligger bak. I tillegg har levestandarden bedret seg markant. Den jevne russer ser det hele som Putins fortjeneste. Hvilket gir ham en enorm popularitet – fire av fem russere liker sitt lands fremste mann (mot tre av ti amerikanere *sin* fremste leder). Og Putin kan peke ut sin etterfølger, slik han selv ble utpekt av Jeltsin, sin forgjenger.

I en artikkel i Financial Times, min favorittavis, den 26. februar heter det at russere i det store og hele, om enn med ulik grad av entusiasme, godtar prisen på større stabilitet og høyere levestandard, nemlig strengere sentralisering – stadig mer bestemmes i Kreml – til tross for at dette tidvis krever metoder fra Sovjettiden. Stoltheten av fedrelandet gjør det lettere å akseptere det til tider brutale enmannsveldet Russland er i ferd med å bli. ”Jeg godtar det Putin har gjort”, sier Anatoly, en forretningsmann i tredve-årene fra den sibirske byen Irtusk. ”Jeg liker det faktum at Europa igjen tar Russland på alvor.” Eller som Dima, en bruktbilselger fra fjellområdet Altai hevder, at takket være Putin ”blir ikke Russland lenger behandlet som et land fra den tredje verden”.

Alternativet til Putin, mener mange russere, ville lett vært et enda mer korrupt og kriminelt regime, der oligarkene som allerede har robbet Russland, fremdeles satt på toppen.

Og vi nordmenn, hva er vi stolte av?

Vikingene, Olav V, Fridtjof Nansen og Thor Heyerdahl, vil noen si. Henrik Ibsen, Ole Bull, Sigrid Undset og Edvard Munch, vil andre trekke frem. Oddvar Brå, Kupper'n, Sonja Henie og Ole Gunnar Solskjær topper listen hos atter andre.

De politisk korrekte blant oss vil passe på å nevne velferdsstaten og likhetsidealet i det norske samfunn, og solidariteten som følger med. Den nordiske modellen – eller den norske modellen – for det gode samfunn liker vi å snakke om. Hvorfor tar ikke andre land etter oss? Man får i pose og sekk: Lav inflasjon, solid økonomisk vekst, full sysselsetting og jevn fordeling.

Noen av oss blir så blendet av egen suksess at vi hver gang sjansen byr seg, benytter anledningen til å spre det glade budskap; gakk hen og gjør likedan. Vi kan gjerne bistå i etableringen av den norske modellen for velferd, solidaritet og trygghet i *ditt* land.

Men hva har vi *selv* igjen for dette? Beundrende blikk og rosende omtale? Lykkelige mottakere av sjekker skrevet ut av departementet for u-hjelp? Enda mer å være stolte over?

Behov for større nysgjerrighet på andres suksess?

Jeg har stusset litt over dette. Hvorfor er vi så ivrige etter å belære andre? Snarere enn utelukkende å skulle dosere for kinesere hvordan vi ordner oss i Norge, ville det ikke være et poeng å lytte litt til hvordan kineserne lykkes med å fremelske respekt for de eldre? Kinesiske barn må lære disiplin før de gis frihet. Hvorfor er russere så dyktige i matematikk? Og etiopiere så flinke til å løpe? Hva kan vi lære av Finlands måte å drive skole på? Barn og unge fra De tusen sjøers land topper lister for kunnskapsrike elever. Hvordan makter amerikanere å integrere stadig nye grupper innvandrere i sitt samfunn? Og hva gjør man med togene i Zürich til forskjell fra hva man gjør med togene i Oslo? ”Togene går igjen som normalt”, sier mannen i radioen. Hvordan skal det forstås? Mer informativt om han sa at de nå går i henhold til rutetabellen. For det er vel det som menes?

Mon tro om vi nordmenn ville stått oss på å utvikle noe større nysgjerrighet på andres suksess snarere enn bare å skulle berette om egen?

12. Mars 2008

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

MÅNEDSBREVET

April 2008

KJØP OG SALG AV RISIKO

I midten av mars organiserte den amerikanske sentralbanken (Fed) en redningsaksjon av Bear Stearns. Denne investeringsbanken var så sammenvevd med næringsliv og finansvesen for øvrig at myndighetene ikke tok sjansen på en konkurs. Instrumenter som kan brukes til å bli kvitt risiko, ble i stor grad brukt til å ta risiko.

Helgen 15.-16. mars i år ble det klart – også for de amerikanske myndighetene – at investeringsbanken Bear Stearns ville måtte kaste inn håndkle mandag morgen om ikke nye penger kom på bordet. Konkurs av en så stor investeringsbank ville kunne få omfattende og uoversiktlige konsekvenser. USAs sentralbank (Fed) og finansdepartement (Treasury), følte seg kallet til å gripe inn. De ble pådrivere for forhandlinger med forretningsbanken JP Morgan Chase om en overtakelse av Bear Stearns.

For å få et klarest mulig bilde av hvilke verdier og hvilke skjeletter som skjulte seg i bøkene til Bear Stearns, jobbet et hundretalls regnskapsfolk og jurister fra JP Morgan på spreng denne helgen. Forhandlingene førte frem, godt hjulpet av sjenerøse bidrag fra myndighetenes side. Fed garanterte for 30 milliarder dollar i risikofylte engasjementer på Bear Stearns aktivaside. Kursen på aksjen, som noen dager tidligere hadde ligget rundt 30 dollar, ble satt til to dollar.

Noen dager senere ble disse betingelsene endret; JP Morgan tar selv ansvar for den første milliard, og kursen på aksjen ble satt opp fra to til ti dollar. At overtakende bank tar mer risiko, gir incentiv til større påpasselighet. At kursen ble femdoblet hadde sammenheng med at en tredjedel av aksjene i Bear Stearns var eid av de ansatte, hvorav 14.000 nå ligger an til å miste jobben. For å mildne aksjonærene slik at de ikke skulle lage bråk ved den nødvendige godkjenningen av avtalen, fant JP Morgan det rimelig å heve budet. Børsverdien av JP Morgan steg med 14 milliarder dollar da overtakelsen ble kjent. Prisen på hele Bear Stearns ved en aksjekurs på to dollar var beskjedne 236 millioner dollar.

Fed utvider sitt engasjement og ansvarsområde

Da beslutningen om overtakelsen av Bear Stearns ble kjent, gjorde Fed det samtidig klart at slik ”nødhjelpsfinansiering” ville andre, store investeringsbanker som Goldman Sachs og Merrill Lynch kunne påregne om en tilsvarende situasjon skulle oppstå for dem. Nå gjaldt det å roe markedet. Dermed gikk den amerikanske sentralbanken inn på et helt nytt

virksomhetsområde; krisehjelp til finansinstitusjoner som ikke har låneadgang i sentralbanken, og som Fed heller ikke har ansvaret for overvåkingen av. Dette ansvaret ligger hos Security and Exchange Commission (Sec) som også er kontrollerende instans for virksomheten på den amerikanske aksjebørsen.

Hvorfor tok myndighetene tak i problemet til investeringsbanken Bear Stearns? Den var tross alt bare den femte største i sitt slag i Amerika. "Too big to fail" som det heter? Nepe. Men "too entangled to fail", dvs. så sammenvevd i sine forretninger med næringsliv og finansvesen for øvrig at myndighetene ikke tok sjansen på en konkurs.

I norske ører gir begrepet investeringsbank lett feilaktige assosiasjoner. Her er det ikke snakk om innskudd fra allmennheten. Finanshus er et mer dekkende uttrykk for hva Bear Stearns drev med; avanserte og komplekse transaksjoner der motparten gjerne er store bedrifter, ofte andre finansforetak, eller rike enkeltpersoner. Og der hensikten med mange typer transaksjoner er omfordeling av risiko. En omfordeling som fremveksten av nye, finansielle produkter kan virke som en pådriver for.

Bli kvitt risiko eller ta risiko?

En norsk eksportbedrift som vet at 500.000 dollar kommer inn på konto om seks måneder, kan finne det hensiktsmessig å låse vekslingskursen i dag. La prisen på dollar for levering om et halvt år være fem kroner. Om bedriften benytter seg av dette tilbudet – dvs. går i terminmarkedet – vil 2,5 millioner kroner, snarere enn en halv million dollar, stå til disposisjon om seks måneder. Med egne utgifter i kroner tar bedriften ned risikoen ved bruk av terminmarkedet.

Men terminmarkedet for valuta er ikke forbeholdt eksport- og importbedrifter. Vi kan alle ta posisjoner i dette markedet. Om du er av den oppfatning at dollaren snart vil være på vei opp igjen – særlig mot norske kroner i det du ser for deg et kraftig fall i oljeprisen – synes en terminkurs på fem kroner et halvt år frem i tid interessant. Du kjøper en neve dollar på termin i håp om å kunne selge dem for en betydelig høyere pris seks måneder senere.

Mens eksportøren brukte terminmarkedet for å *redusere* sin økonomiske risiko, bruker du det samme markedet for å *ta* risiko. Forventet gevinst i terminmarkedet er mer enn god nok kompensasjon for å påta seg denne risikoen.

Credit Default Swaps (CDS)

Mens terminmarkedet for valuta gir mulighet for omfordeling av valutakursrisiko, gir markedet for CDS anledning til omfordeling av kredittrisiko. Investorer som har spesialisert seg på plasseringer i fastrentepapirer, følger renteutviklingen på obligasjoner med ulik løpetid (eller durasjon) meget nøye. "Å ri på avkastningskurven" snakker man gjerne om. Poenget her er å ha lange obligasjoner når renten faller – det gir stor kursgevinst. Og korte obligasjoner når renten stiger – det gir lite kurstap. Renterisikoen, nemlig at obligasjonskursen svinger med renten, er noe man tar med åpne øyne. Kredittrisikoen derimot, nemlig faren for at utstederen av papiret ikke kan gjøre opp for seg, vil noen investorer gjerne fri seg fra. Deres spesialitet er renteutviklingen mer generelt, og ikke prisingen av risiko av det enkelte selskap.

Ved hjelp av Credit Default Swaps (CDS) kan risikoen for mislighold bli overført fra eieren av en obligasjon til selgeren av dette instrumentet. For en pris kan således eieren av obligasjonen gå fri fra en risiko som utstederen av swappen mener seg bedre egnet til å bære.

Denne swappen blir i sin tur et eget verdipapir.

Om det koster 215.000 dollar årlig å forsikre betjeningen av en obligasjon utstedt av et amerikansk foretak pålydende ti millioner dollar, sier vi at CDS-en handles til 2,15 %, eller til 215 basispunkter (bp). Om prisen for et år siden var det halve, har kjøpere av slike swapper tjent gode penger.

De senere år har markedet for CDS-er eksplodert. I USA er det nå på rundt 45 tusen milliarder dollar i underliggende papirer (som de ti millioner dollar i avsnittet over). Hvilket overstiger mange ganger størrelsen på omfanget av utstedte obligasjoner. Hvilket igjen betyr at mange tar rene spekulative posisjoner i dette markedet. De som tror at prisen på å forsikre seg mot mislighold av en obligasjon skal opp, kjøper CDS-en. De som tror den skal ned, selger. Og markedet for CDS får klare likhetstrekk med et veddemål.

Som motpart til ti tusen milliarder dollar i underliggende papirer var Bear Stearns tungt inne i markedet for Credit Default Swaps. Ti tusen milliarder dollar tilsvarer om lag 25 norske oljefond. Eller nærmere 30 ganger Norges Fastlands-BNP i 2007. Om Bear Stearns mandag 17. mars hadde måttet legge inn årene, ville motpartene til CDS-ene som dette finanshuset hadde, også blitt rammet. Hvordan ville markedet for CDS sett under ett håndtert en slik situasjon? Og hva med finansmarkedene bredere vurdert? Ville ønsket flukt ut av usikre papirer blitt så stor at ingen markedsklarering lot seg etablere idet kjøpersiden tørket inn? Hvilke kurser måtte finansinstitusjoner som hver dag må sette opp sin balanse basert på markedsverdier, i så fall sette på sitt innehav av obligasjoner som med ett ikke lot seg omsette? Og hva ville konsekvensene bli for soliditeten i finansforetakene?

Markedets organisering ikke uten betydning for systemrisikoen

CDS handles over disk, dvs. i OTC-markedet (Over The Counter). Her er to parter i hver transaksjon, selgeren av swappen og kjøperen av den. Om i stedet omsetning av Credit Default Swaps var blitt organisert over en børs, ville vi hatt tre parter, og et mer standardisert og langt mer robust system. Ved en slik organisering er børsen motpart for kjøper så vel som for selger. Begge partene betaler inn en margin til børsen, som sikkerhet for at veddemålet, som en CDS er, blir gjort opp. Denne marginen justeres daglig i lys av kursutviklingen på den aktuelle CDS.

Ved en slik måte å organisere markedet på ville en eventuell konkurs for Bear Stearns vært enklere å håndtere. Investeringsbanken ville vært mindre sammenvevd med andre aktører i finansmarkedet. Midler for oppgjør ved tapte veddemål i markedet for CDS ville allerede vært innbetalt til børsen som står for klareringen av dette markedet. En redningsoperasjon fra myndighetenes side kunne kanskje vært unngått.

Alan Greenspan under lupen

Finansnæringens fornemste oppgave er å samle opp og å kanalisere sparemidler til finansiering av gode prosjekter. I tillegg vil et modent finansmarked ha ulike instrumenter for omfordeling av risiko. Men instrumenter for å kvitte seg med risiko kan også brukes til å ta risiko. I et uoversiktlig marked kan for mye risiko ende opp på for få hender. Robustheten til det finansielle system kommer i spill.

På dette punktet vil den forrige Fed-sjefen, legendariske Alan Greenspan, kunne få problemer med sitt renommé. I oktober 2005, et snaut halvår før egen avgang, uttalte han at

“Increasingly complex financial instruments have contributed to the development of a far more flexible, efficient, and hence resilient financial system than the one that existed just a quarter-century ago.”

I ettertid kan det synes som han undervurderte aktørenes villighet til å ta risiko. Og overvurderte deres iver til å redusere risikoen. Nye finansielle instrumenter innbyr til begge deler. Hvorfor markeder for slike ikke ble bedre observert og regulert av myndighetene er blant de spørsmålene man i dag stiller seg.

11. April 2008

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

MÅNEDSBREVET

Mai 2008

KRISE I AMERIKA?

Krisen i amerikansk bank- og finansvesen har sitt utspring i altfor griske og oppfinnsomme finansfolk og altfor naive og godtroende huseiere. Om president George W. Bush hadde gått til krig mot landets oljeavhengighet snarere enn mot Irak, ville USAs tid som utbestridt konge på haugen vart lenger. Må en ny president Clinton til for å få orden på de statlige finansene i Amerika?

I dag har USA en nettogjeld til resten av verden tilsvarende om lag 50 prosent av BNP. Det er et høyt tall, men ikke avskrekkende høyt. På slutten av 1970-tallet var Norges nettogjeld til utlandet tilsvarende høy. Om utenlandsgjelden vokser i samme takt som BNP, vil gjeldsgraden (gjeld/BNP) være konstant.

Gjeld må betjenes – ikke nødvendigvis tilbakebetales

En fortsatt vekst, til la oss si en netto utenlandsgjeld på 60 prosent av BNP for Amerikas vedkommende, er det klart rom for. Om man legger til grunn en nominell BNP-vekst på fem prosent (to prosent inflasjon og tre prosent realvekst) samt at utenlandsgjelden skal stabiliseres på 60 prosent av BNP, kan USA i alle år ha et underskudd på driftsbalansen med utlandet tilsvarende tre prosent av BNP (som er fem prosent av 60 prosent). Uten at gjeldsgraden mot utlandet øker. For 2007 hadde USA et underskudd i sin samhandel med utlandet tilsvarende vel seks prosent av BNP. Basert på historien skissert over er det behov for en halvering her. Det er gjørbart.

Om Amerikas opplåning i utlandet de senere år tross alt er håndterbar i et makroøkonomisk perspektiv, hva er det da som ligger bak den krisen i amerikansk bank- og finansvesen man nå er midt oppe i? Krisen har sitt mikroøkonomiske utspring i altfor griske og oppfinnsomme finansfolk og altfor naive og godtroende huseiere. I kombinasjon med myndighetenes blinde tro på markedets iboende og gode, selvregulerende egenskaper.

Slapp regulering, dårlig bankhåndverk og feil incentiver

I en artikkel i Financial Times den 23. januar 2008 skriver George Soros: "Siden 1980 har reguleringer (av finansmarkedene) blitt gradvis redusert og er nå praktisk talt borte". Produktene i finansmarkedene ble etter hvert så kompliserte at myndighetene ikke maktet å beregne hvilken risiko den enkelte finansinstitusjon stod overfor. I stedet stolte de på institusjonenes egne metoder for risikostyring. På samme vis som byråer for kredittvurdering (ratingbyråer) tok for god fisk informasjon de fikk om nye, kompliserte finansprodukter av dem som lagde dem. Dette, sier Soros, "var en sjokkerende fraskrivelse av ansvar".

Uten tvil har mange amerikanske husholdninger blitt forledet til å ta opp boliglån de ikke hadde muligheten til å betjene. Hvilket har gitt opphav til "subprime crisis", der "sub" betyr "under" og "prime" betyr "best", det vil si lån gitt til dem som ikke er de beste betalere. Hvilke forhold ligger bak eksplosjonen av subprime utlån? Kort fortalt følgende:

- Egne boliglånmeglere som tar sin kommisjon og går når lånet er formidlet. De har ingen risiko ved eventuell manglende betjening av gjelden. Med slik ansvarsfraskrivelse på selgers hånd er det duket for at mange gis boliglån som ikke skulle hatt det.
- Faste og lave renter de første par årene av lånets løpetid. Som justeres kraftig opp når denne perioden er over. Fristelsen til å ta opp lån blir stor. Man klarer likviditetsbelastningen de første par årene. Særlig om det her er avdragsfrihet. Basert på antakelsen om at "prisen på fast eiendom alltid stiger", kan man – når "smiskeperioden" er over – selge huset, betale ned lånet, og eventuelt hive seg på samme karusell en gang til.
- Et system der huseier bare hefter med boligen for sitt lån. Om egenkapitalen i boligen skulle bli negativ, kan eieren rolig spasere ut av den, levere nøkkelen til banken og være fri for sine økonomiske forpliktelser.

I dag har om lag ni millioner amerikanske boligeiere negativ egenkapital – gjelden overstiger forventet salgsverdi. Når vi ser at prisene på brukte boliger har falt med mer enn 12 prosent fra februar 2007 til februar 2008 – fallet fra januar til februar 2008 tilsvarte en årlig rate på hele 23 prosent (sesongjustert) – må flere amerikanske boligeiere påregne at huset om ikke lenge er mindre verdt enn gjelden. Det å levere nøkkelen til banken blir fristende.

Amerikansk finanspolitikk under president George W. Bush

Med George W. Bush flyttende inn i Det hvite hus i januar 2001 ble amerikansk finanspolitikk lagt om i klart ekspansiv retning. Gjennom massive skattereduksjoner – langt på vei ideologisk begrunnet – fikk amerikanske borgere mer å rutte med, og de amerikanske myndighetene mindre. Bush (43), der 43 i parentes refererer til Amerikas 43. president – Bush (41) er pappaen hans – ønsket å fremstå som en ny Ronald Reagan. En samlende president. Som gav folket tilbake hva folket hadde krav på. Egne skattepenger.

Allerede våren 2001 fikk president Bush med seg Kongressen på en "tax rebate" på rundt hundre milliarder dollar. Enslige fikk tre hundre dollar, ektepar opp til seks hundre dollar, utbetalt i august og september dette året.

Med Bill Clinton i Det hvite hus hadde de amerikanske statsfinansene blitt gradvis forbedret. I år 2000 utgjorde de føderale inntektene 20,8 prosent av BNP – langt over gjennomsnittet på 18,6 prosent for de forgangne førti år.

Bushs første finansminister, Paul O'Neill, syntes godt om Clinton-administrasjonens innsats for å få orden på de statlige finansene. Den entusiasme presidenten og andre i hans team hadde for store nedskjæringer i skatteinngangen, delte ikke O'Neill. Skattelettelse er greit nok når man har råd til det. Men sunne statlige finanser, som Clinton hadde fått til, i samarbeid med Alan Greenspan – ”jeg holder stram finanspolitikk”, sa Clinton, ”og du regulerer renten slik at samlet etterspørsel blir passe stor”, fortsatte han, med klar adresse til Greenspan, hvortil sistnevnte nikket bekræftende på hodet – ville O'Neill for sin del ikke hive på båten.

I 2001 tydet beregninger på at den amerikanske staten i løpet av de neste ti årene ville akkumulere overskudd på 5.600 milliarder dollar. I så fall ville all statsgjeld være nedbetalt i løpet av 2008. Det gjorde sentralbanksjef Greenspan meget bekymret. Hvorfor det? I en høring i Senatet sier han at med all gjeld nedbetalt, vil nye overskudd på statens hånd gjøre det nødvendig for staten å kjøpe verdipapirer fra privat sektor. Det vil politisere økonomien. ”Ingen ting kunne være verre”, slår sentralbanksjefen fast. (Dette problemet har ikke materialisert seg. Ved utgangen av 2007 var den amerikanske statsgjelden på litt over 9 tusen milliarder dollar.)

Look to Norway

Som leder av Tempoutvalget som avgav sin innstilling i 1983, der spørsmålet var i hvilket tempo olje- og gassressursene i Nordsjøen skulle hentes opp, gjorde daværende visesentralbanksjef Hermod Skånland seg noen lignende betraktninger. Han var redd for at en for stri strøm av penger inn i statskassen ville kunne føre til uvettig bruk av dem.

I 1990 ble Statens oljefond etablert. Noen år senere kom de første kronene trillende inn på kontoen. I januar 2006 ble navnet endret til Statens pensjonsfond – Utland. I dag tilsvarer verdiene av de utenlandske verdipapirene på dette fondet den årlige verdiskapningen i landet. Det Kongelige Norske Finansdepartement, som Odd Børretzen ville sagt, kan peke nese til to tidligere sentralbanksjefer – store statlige, kontante inntekter er ikke nødvendigvis ensbetydende med uvettig sløsing av midlene.

”Look to Norway” skulle noen ha hvisket Greenspan i øret våren 2001. Da hadde kanskje den amerikanske sentralbanksjefen hatt større sans for oppbygging av et statlig utenlandsfond – et amerikansk SWF (Sovereign Wealth Fund) for hensiktsmessige investeringer i andre land. Hvor mye triveligere hadde ikke det vært for USA fremfor dagens situasjon? Der amerikanerne opplever å bli utsatt for aggressive oppkjøp av egne bedrifter, gjennomført av andre lands statlige fond, med de skumleste hensikter.

Hva USA kunne gjort annerledes

Når vi nå er inne på ønsketenkning på USAs vegne, om man hadde nøyd seg med å angripe Afghanistan etter terroraksjonen 11. september 2001, og ikke gått løs på Irak, men heller erklært krig mot egen avhengighet av import olje og satt i gang et bredt program for å bli mer

selvhjulpne her, hvori måtte inngå en solid heving av den statlige bensinavgiften, ville USAs situasjon i det globale bildet i dag vært atskillig mer komfortabel.

Det amerikanske oljeforbruket ville vært betydelig lavere. Det ville oljeprisene internasjonalt også vært. Og land som USA kan styre sin begeistring for, som Russland og Iran, ville hatt mindre valutareserver, lavere inntekter og mindre makt. En ”mykere” – men likevel fast – politikk overfor Irak hadde trolig bidratt til økt oljeproduksjon. Det gir lavere pris. Billigere olje og mindre import, samt lavere utgifter til krigføring i Asia ville bidratt til lavere underskudd, både på driftsbalansen med utlandet og i statsfinansene, en sterkere valuta og en sunnere økonomi.

USAs ”unipolare” situasjon – det vil si som ubestridt konge på haugen – ville kunne vart lenger. Hadde Greenspan sett lyset våren 2001 – og fått Bush til å se det også – nemlig at oppsamling av fond på statens hånd, gjort på riktig måte, kan være en god ting, ville myndighetene i Amerika stått bedre rustet til å møte dagens kriser i bolig- og finansmarkedene.

Amerikas neste president overtar et bo i dårligere økonomisk stand enn det Bush (43) gjorde. Skal vi oppleve at en ny Clinton – etter en Bush – er hva som skal til for å bedre de statlige finansene i Amerika?

13. Mai 2008

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

MÅNEDSBREVET

Juni 2008

HVORFOR SPARER KINESERNE SÅ MYE?

Mens amerikanske husholdninger bruker det de tjener – og vel så det – sparer kinesiske om lag en fjerdepart av inntektene. Utbygging av ulike velferdsordninger i Kina vil føre til lavere sparing og økt innenlandsk etterspørsel. Overskuddet i utenriksøkonomien faller. Det gir bedre balanse globalt. Med den eldrebølgen Midtens Rike står overfor, vil en økningen i pensjonsalderen trolig tvinge seg frem.

I 2006 utgjorde realinvesteringene i Kina hele 42 prosent av verdiskapningen i landet. For Kina sett under ett var imidlertid sparingen enda større – ufattelige 50 prosent. Sparing i et land utover egne realinvesteringer vil per definisjon gjenfinnes som et overskudd i handelen med utlandet. For 2006 hadde Kina således et overskudd på driftsbalansen med utlandet på om lag tre hundre milliarder dollar – det største overskuddet for noe land dette året.

Vel halvparten av Kinas befolkning er bønder. De fleste av dem har merket mindre til den økning i inntekt og velstand som befolkningen langs kysten kan glede seg over. Men spare gjør folk, både i byene og på landet. Hvordan kan det ha seg at folk i et så fattig land sparer så mye er vanskelig å forstå. Et forsøk på å fatte skal vi likevel prøve oss på.

Lite offentlig velferd og husholdningene må spare

Mens amerikanske husholdninger de senere år stort sett har brukt det de har tjent – og noen ganger litt mer – har kineserne siden år 2000 spart om lag en fjerdepart av inntektene. Nøysomhet og en kultur for å legge penger til side er én årsak. Manglende offentlige velferdsgoder er en annen.

Ved omlegningen av økonomien i privatkapitalistisk retning ble omfanget av statseid virksomhet trappet kraftig ned. På ti år forsvant 45 millioner jobber – ti ganger Norges befolkning – i slike virksomheter. Men dermed forsvant også ordninger for dekning av utgifter til helse, skole og pensjon som arbeidstakere i slike foretak nøt godt av. Betalinger for velferdsgoder som vi i Norge tar som en selvfølge at det offentlige i hovedsak bestrider, ble den enkelte kinesers ansvar i langt større grad enn tidligere. Mens pasientene betalte en femtepart av utgifter til helse og sykehus i 1980, er den private andelen av helseutgiftene nå på godt over halvparten. Den enkelte familie må øke egen sparing for bedre å kunne møte

fremtidige utgifter til helse. En slik utvikling rammer de fattigste hardest. Forskjellene i samfunnet forsterkes.

Tilsvarende ble utgifter til utdanning i større grad overlatt til familien. Her er imidlertid trenden reversert. Nylig ble det besluttet at utgifter til nårings skole på landet skal dekkes sentralt. Det letter finansieringen for regjeringer på provinsnivå og lenger ned – husk at i Midtens Rike er det fem forvaltningsnivåer (mot to i Norge, stat og kommune, og et halvt et til, fylkeskommunen). Etter planen skal Beijing om et par år også dekke utgifter til skole for barn i byene.

Med innføring av politikken med ettbarns-familien i 1979 – en politikk som egentlig var ment bare å skulle gjelde i én generasjon, men som ble besluttet videreført i 2005 med sikte på å stabilisere befolkningen på 1,6 milliarder – økte behovet for sparing for egen alderdom. I 1997 ble et nasjonalt system for pensjon etablert. Imidlertid er det langt fra snakk om en folketrygd for hele folket – kun et mindretall av dem i aktivt arbeid dekkes av ordningen her.

Økt skatteinngang og god balanse i de statlige finansene

Kina har fått god orden på de offentlige finansene. Slik har det ikke alltid vært. Tidlig på 1990-tallet leverte statseide foretak stadig dårligere resultater. Mange av dem ble holdt kunstig i live ved lån fra statseide banker. Dermed sank også inntektene til eieren – den kinesiske stat. Det gav røde tall i offentlige regnskaper. En omlegning av skattesystemet i 1994 rettet opp situasjonen. Andelen av BNP som staten tok inn i form av skatter og avgifter, steg fra 12 prosent i 1993 til vel 20 prosent for 2007. En større andel av midlene går nå til de sentrale myndighetene i Beijing. Regjeringen og den øverste partiledelsen har dermed styrket sin stilling overfor myndigheter på provinsnivå.

For 2007 gikk statsbudsjettet i Kina med et lite overskudd. Med en samlet offentlig gjeld på mindre enn en femtepart av BNP har Kina en statsfinansiell situasjon mange land kan misunne det. Se bare på Japan. Fordi krisen på 1990-tallet i stor grad ble søkt løst ved økende offentlig engasjement, har gjelden på statens hånd der bygget seg opp og er nå på godt over halvannen gang av BNP. Eller Italia der myndighetene må betjene en gjeld som er større enn BNP. Og det til tross for at EUs Stabilitets- og Vekstpakt tilsier at det offentlige bruttogjeld skal holdes under 60 prosent av BNP.

Med de lave pensjonene kinesere har og med relativt få som har krav på dem, er statens pensjonsforpliktelser relativt beskjedne sammenlignet med andre land. For Norge tilsvarer opptjente krav til Folketrygden snau to ganger BNP. For Kina er det tilsvarende tallet rundt 80 prosent. Dette er i samme størrelses orden som verdien av de om lag 150 store statseide selskapene nå styres av SASAC (State-owned Assets Supervision and Administration Commission), en institusjonell nyskaping fra 2003 hvis oppgave er å effektivisere driften av statsforetak. Målet er en reduksjon til mellom 80 og 100 slike foretak innen 2010. Det vil skje gjennom fusjoner og oppkjøp, og også ved å la selskaper som ikke drives skikkelig, gå konkurs.

Videre er myndighetene opptatt av å få frem 30-40 storselskaper som kan konkurrere bedre med utenlandske selskaper. Merkevarerbygging for kinesiske selskap er også merkevarerbygging for Kina. Den jevne kineser får mer å være stolt av.

Har Kina tatt Hydro-modellen i bruk?

For oss nordmenn kan det se ut som om Kina lager sin egen variant av Hydro-modellen, dvs. med staten som dominerende eier i selskap som drives etter rene forretningsmessige prinsipper. Om statseide foretak i Kina blir mer verdt, vil tyngende forpliktelser til pensjon og annet bli lettere å bære. Med økende aksjeutbytte til eierne får den kinesiske stat et bedre økonomisk grunnlag for å rette opp sosiale skjevheter.

Finansiering av partisejef Hu Jintaos ”harmoniske samfunn”, der hensynet til et renere miljø og en jevnere fordeling skal veie tyngre, kan enklere bringes i orden.

Myndighetene har råd til å bruke mer

I alt bruker myndighetene i Kina kun 3,5 prosent av BNP på utgifter til helse, utdanning, velferd og pensjon. Det tilsvarende tallet for Norge er over 30 prosent. Om man tror på fortsatt god vekst et par tiår fremover, skulle myndighetene i Kina ha råd til noe mer omfattende sosiale ytelser. I samme retning trekker den økende skatteinngangen. Presset fra andre land for å redusere overskuddene på handelsbalansen gjør det også fornuftig for myndighetene å øke den innenlandske etterspørselen ved at staten tar på seg større forpliktelser.

.... men er engstelige for å love mer enn de kan holde

Forsiktighet er imidlertid en dyd. Å love mer enn man kan holde, vil skape misnøye med ledelsen av landet. Resultatet kan bli et mindre stabilt samfunn, jf. utviklingen i Argentina – et av verdens rikeste land ved starten av forrige århundre, bankerott og ustabil ved inngangen til det nåværende – i ikke liten grad på grunn av politiske løfter som ikke lot seg innfri. Den rådende monopolmakt i Midtens Rike – Det kinesiske kommunistpartiet – vil neppe love mer enn den kan levere. Den demografiske utviklingen i Midtens Rike tilsier også en stor grad av forsiktighet. I dag er det seks arbeidstakere bak hver pensjonist. Om førti år bare to. Fremtidige skatteinntekter blir mindre enn enkle trender tilsier.

Snarere enn å gi bedre betingelser uten noen motytelser, kan f. eks. romsligere pensjoner tenkes innført parallelt med at pensjonsalderen heves. I dagens Kina pensjoneres mannen når han er 60 år, kvinnen når hun er 55 år. En del yrkesgrupper har enda lavere pensjonsalder.

12. Juni 2008

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

Working Paper Series

- 1/05 **Steigum, Erling**
Finn Kydland – Norges tredje Nobelprisvinner i økonomi
- 2/05 **Isachsen, Arne Jon**
Kina
- 3/05 **Isachsen, Arne Jon**
Internasjonal økonomi på randen?
- 4/05 **Steigum, Erling**
Aktivabobler: Kan og bør myndighetene gjøre noe?
- 5/05 **Isachsen, Arne Jon**
Bank og finans i Kina
- 1/06 **Isachsen, Arne Jon**
Greenspan går fra borde, og Erna vil ha Euro
- 2/06 **Beine, Michel, Paul De Grauwe and Marianna Grimaldi**
The impact of FX Central Bank Intervention in a Noise Trading Framework
- 3/06 **Isachsen, Arne Jon**
Canada Goose
- 4/06 **Isachsen, Arne Jon**
Like før det smeller? Om globale ubalanser
- 5/06 **Qvigstad, Jan Fredrik**
When does an interest rate path "look good"?
Criteria for an appropriate future interest rate path
- 6/06 **Isachsen, Arne Jon**
Verdens rikeste land
- 7/06 **Steigum, Erling**
Den Keynesianske revolusjonen 70 år etter: Et tilbakeblikk
- 8/06 **Isachsen, Arne Jon**
Elleve i Kina – Ved én av dem
- 1/07 **Isachsen, Arne Jon**
Globalisering
- 2/07 **Houg, Kjetil, Steinar Juel og Frank Jullum**
Økonomiske paradokser
- 3/07 **Isachsen, Arne Jon**
Folk på vandring
- 4/07 **Isachsen, Arne Jon**
Hvor går verden? Noen utvalgte krefter og trender

Working Paper Series

- 5/07** **Isachsen, Arne Jon**
Utenrikspolitiske refleksjoner
- 6/07** **Bottelier, Pieter and Gail Fosler**
Can China's growth trajectory be sustained?
- 7/07** **Isachsen, Arne Jon**
Uro
- 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

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.

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>