



CME

Working Paper Series 8/06

ELLEVE I KINA - VED ÉN AV DEM

Arne Jon Isachsen
CME/BI

September 2006



BI

Centre for Monetary Economics,
BI Norwegian School of Management

ELLEVE I KINA – VED ÉN AV DEM

1. INNLEDNING

Siste fredagen i april 2006 slår Kinas sentralbank til: Den normerte renten for ett års utlån settes opp fra 5,58 prosent til 5,85 prosent. Men denne lille økningen på 27 basispunkter er nok til å riste verden. Børsene i Europa og USA stuper. Særlig den energi- og råvarefølsomme Oslo Børs får kjørt seg. Hovedindeksen faller med mer enn 2,7 prosent.

Om Kina for tyve år siden hadde satt opp renten, ville ingen ha blunket. Og neppe heller leet mye på øyelokket ved en så liten renteheving ti år tilbake i tid. Men nå – i det Herrens år 2006 – er det ikke lenger mulig å se bort fra det som skjer i Midtens rike om man skal forstå den økonomiske utviklingen i eget land.

Napoleon har fått rett. ”La Kina sove”, sa den maktglade korsikaneren, ”for når hun vekkes vil hun riste verden”.

Hvorfor er det som skjer i Kina blitt så viktig? Fordi Kinas økonomi er blitt stor. Når Peoples Bank of China (eller PBOC som Kinas sentralbank kan forkortes til) setter renten opp, er det et klart signal om at myndighetene vil kjøle ned temperaturen i landets økonomi. Det betyr at den globale etterspørselen etter energi, råvarer og halvfabrikata går ned.

Tidlig i mai 2006 dro ti mann og en kvinne – alle vel skolert uti økonomifaget, de fleste med praktisk finans som spesialområde – på studietur til Kina. I løpet av en god uke rakk vi innom mer enn tyve fagmiljøer. Fra ledende akademikere i Shanghai, via skarpe analytikere i Beijing til de monetære myndigheter i Hong Kong.

Dette notatet, som neppe kan smykke seg med å være vitenskapelig, men som nettopp derfor kan være noe friere og noe mer påståelig i formen, og derfor kanskje artigere å lese, hevder at demokrati – i en for Kina passende variant – banker nå på døren til Midtens rike. Dagens kinesiske ledere er klar over behovet for at et ”Demokrati med kinesiske kjennetegn”, tror jeg. Ikke primært fordi demokrati som sådan er et gode – slik president George W. Bush gjerne fremstiller saken – men fordi demokrati er en robust styreform. Og er det noe dagens og morgendagens ledere i Kina er opptatt av så er det et robust samfunn der man unngår kaos.

Dagens toppledere i Kina er opptatt av å gjøre det beste for den jevne borger – ikke for seg selv. Folk med hemmelige bankkonti i Sveits finner du neppe i toppskiktet i kinesisk politikk. Men man skal ikke langt nedover i maktpyramiden før korrupsjonen blomster. Mer om dette senere.

Kina har et *meritokrati*, dvs. et system der de beste velges som folkets ledere. Dem imellom er det allerede en form for demokrati, eller i hvert fall velordnet suksessjon. Dagens duo, partiformann og president Hu Jintao og statsminister Wen Jiabao kom til makten i 2002. Til neste år regner man som sikkert at de får sitt mandat fornyet for nye fem år. Da vil flere av dem som i dag sitter i den ni-manns komiteen som er landets høyeste organ – Standing Committee i Partiet – bli skiftet ut. Partiformann Hu får inn sine egne. Vil tiden da være moden for dristige grep? Som i sterkere grad å stille den politiske ledelsen på ulike nivåer til ansvar for sine handlinger? Og toppledelsen i Kina til ansvar overfor folket?

Vi skal i det følgende ta opp disse temaene:

- Hva har Kina gjort rett – siden økonomien går så godt?
- Demografiske utfordringer – kinesere blir gamle før de blir rike
- Hva skjer i de kinesiske formuesmarkedene?

Avslutningsvis vender vi tilbake til demokratidebatten i det vi postulerer at Kina har muligheten for å få tilfredsstilt to av følgende tre ønsker: Bevare Partiets maktmonopol; opprettholde den gode økonomiske veksten; bli kvitt den grove korrupsjonen. I dagens Kina har man avfunnet seg med utbredt korrupsjon. Utfordringen nå er å avvikle Partiets maktmonopol for dermed å kunne ta rotta på korrupsjonen. Under bibehold av solid økonomisk vekst.

2. HVA HAR KINA GJORT RETT?

Professor Dunren Zhou ved Fudan University i Shanghai forenkler spørsmålet om hva som kan forklare den solide økonomiske veksten i Kina de siste 25 årene ned til to ting:

- Major Technological Breakthroughs
- Fundamental Institutional Changes

I

Hva gjelder teknologi har Kina fordel av å kunne ta etter andre land. Ikke bare ta etter, men direkte ta over, ved utenlandske direkteinvesteringer i Kina. Ingen andre industrialiserende land har i den grad vært åpne for å ønske andre lands foretak velkomne som Midtens rike. I dag blir godt over halvparten av all eksport av industrivarer fra Kina produsert i helt eller delvis utenlandsk eide foretak. Det tilsvarende tallet for Japan er rundt to prosent. Dette er en vinn-vinn situasjon. Kina har villig og billig arbeidskraft, og utenlandske selskaper kommer med egenkapital, teknologi og markedskunnskap.

I det store bildet har imidlertid kineserne nok kapital hvilket manifesterer seg gjennom overskudd på handelsbalansen og raskt voksende reserver av utenlandsk valuta. Men ettersom kinesiske banker er mestre i å gi lån som ikke betjenes, er det særlig nyttig at utenlandske selskaper etablerer produksjon i landet. Vurderingen av om prosjekter skal realiseres eller ikke, ligger da hos profesjonelle industrialister snarere enn hos inkompetente bankfolk.

Den andre viktige driveren for økonomisk vekst – fundamentale institusjonelle endringer – er bare en mer diskret måte å si, sa professor Duren, at "China gave up socialism". En desentralisert markedsøkonomi har tatt over for en sentralisert planøkonomi. Penger og priser får anledning til å spille viktige roller. Incentiver kommer på plass som gjør at "the Chinese are busy making money, *in pursuit of personal happiness*", sier professoren. Denne siste setningen er som hentet ut av den amerikanske uavhengighetserklæringen:

“We hold these truths to be self-evident, that all men are created equal, that they are endowed by their Creator with certain unalienable rights, that among these are life, liberty and the *pursuit of happiness*. That to secure these rights, governments are instituted among men, deriving their just powers from the consent of the governed” (min understrekning).

Er det slik at professor Zhou Duren ser for seg – ja, ønsker inderlig – at Kina skal fortsette videre på den veien Thomas Jefferson streket opp da han skrev *The Declaration of Independence* i 1776? Ikke stoppe med økonomisk liberalisering, men legge til rette for et samfunn der de som styrer, har sitt samtykke fra de styrte.

II

Executive Director står på visittkortet til Ms. Hong Liang, en stillferdig kvinne på 37 år. Tre dager senere hos Goldman Sachs i Beijing deler hun med oss sine vurderinger om hva som ligger bak den fantastiske veksten i kinesisk økonomi.¹ For å sette sitt tema i perspektiv minner Ms. Hong oss om at Kina under Mao var som Nord-Korea i dag. Myndighetene kontrollerte et hvert aspekt av ens liv. ”Da pappa fikk fast følge med mamma, måtte han si fra om det på sin arbeidsplass”, forteller hun. Alt skulle myndigheten vite. ”Og mamma”, fortsetter Ms. Hong, ”hatet jobben sin, men kunne ikke skifte jobb.” Heller ikke sin egen arbeidskraft hadde den enkelte kineser råderett over.

Ms. Hong tar utgangspunkt i den enorme spareiveren i Kina. ”Noe må være riktig”, sier hun, ”siden folk setter så mye penger i banken”. Mens nordmenns samlede bankinnskudd tilsvarer om lag halvparten av BNP – har kineserne oppsparte midler i banken tilsvarende det dobbelte av landets verdiskapning i løpet av et år. En slik atferd tyder på en grunnleggende trygghet til fremtiden, mener analytikeren fra Goldman Sachs. Man frykter ikke at staten skal lure sparerne, verken gjennom en uventet inflasjon som napper bort kjøpekraften av oppsparte midler, eller ved å la banker gå konkurs slik at innskyterne på den måten mister sine penger. De senere år har kineserne hatt en rente på sine penger som overstiger stigningen i det generelle prisnivået. Realrenten på bankinnskudd har vært svak positiv.

Kinernes spareiver skyldes to forhold. For det første setter kinesere penger til side av gammel vane. Slike karaktertrekk ved et folkeslag kan ikke vi som økonomer si så mye om. For det andre, økende spareiver har sammenheng med den økende økonomiske usikkerheten den enkelte kineser nå opplever; i langt mindre grad enn tidligere sørger staten for dekning av utgifter til skole, helse og alderdom. Den usikkerhetsmotiverte sparingen, som Keynes kalt det, stiger når fellesskapet i mindre grad sørger for levering av slike basistjenester. Når ønsket om å spare blir kraftig stimulert, samtidig som det knapt finnes annen mulighet å oppbevare kjøpekraft på enn å sette pengene i banken, er det ikke til å undres over at bankenes balanser sveller.

Kinernes ønske om å spre sine aktiva, dvs. ikke bare ha innskudd i bank, kommer klart til uttrykk i 1998. Da åpner man for at den enkelte familie i byene kan få kjøpe leiligheten de bor i. Husk at i Kina under Mao eier staten alt. Hus og hjem. Fabrikker og maskiner. Jorda på landet, og det den kaster av seg. Og også arbeidskraften, kfr. hva Ms. Hong kunne fortelle om moren sin.

¹ Sammen med EvaYi har Hong Liang skrevet et meget godt notat: ”China’s Ascent: Can the Middle Kingdom Meet Its Dreams?”, Global Economics Paper No: 133, 11th November 2005, Goldman Sachs. http://www.gs.com/hkchina/insight/research/pdf/chinas_ascent_can_the_middle_kingdom_meet_its_dreams_11-11-05_eng.pdf

Men altså, for åtte år siden kan man omsider bli selveier i Kina. Og det blir man. Bankinnskudd som andel av husholdningenes formue går ned fra 76 prosent i 1997 til 59 prosent i 2003 – verdien av egen bolig stiger fra null og til 22 prosent.²

Ms. Hong legger vekt på at konkurransen de 22 provinsene³ imellom har virket stimulerende på den økonomiske veksten. Men i sin iver for å legge forholdene til rette for ny industri, gjerne utenlandske selskaper, har provinsmyndighetene noen ganger, bokstavelig talt, gått over lik. Jeg sikter til den praksis som noen steder har utviklet seg, ved at de lokale myndighetene konfiskerer land som bøndene dyrker – men ikke eier – for i neste omgang å la industriforetak sette opp fabrikker. Fravær av en velutviklet rettsstat har gjort at bønder som på den måten har mistet sitt næringsgrunnlag, ikke har hatt annen måte å protestere på enn ved opptøyer. Ikke sjelden har konfiskasjon av jord på landsbygda førte til blodige sammenstøt og tap av menneskeliv.

III

I det store bildet trekker Ms. Hong frem tre forhold som alle har bidratt positivt til den solide veksten i kinesisk økonomi de siste 25—30 årene:

- Markedsorienterte reformer
- Det store spranget utover
- God makroøkonomisk styring

Markedsorienterte reformer er helt sentralt for å få incentivene på plass. Men med raskt økende velstand etableres interessegrupper som i sin tur kan skape problemer for nye reformer. Nye maktgrupper vokser frem med sterke interesser. Makt og penger er en farlig kombinasjon – i Kina som i andre land. I 1978 kom motstanden mot reformer fra partikadre som kjempet i revolusjonen og som virkelig trodde på kommunismen, hevder Hong og Yi (se fotnote 2). Men motstanderne mot reform i dag har ingen noble ideer de skal forsvare. Nå er det snakk om penger og mak.

Uttrykket ”Det store spranget utover” spiller på Maos feilslåtte prosjekt ”Det store spranget fremover”. I motsetning til Mao valgte Deng, hans etterfølger, å satse på intenst økonomisk samkvem med andre land.⁴ Det har gitt seg utslag i store utenlandske direkteinvesteringer i Kina, samt en usedvanlig raskt økende handel.

² Disse tallene er hentet fra McKinseys ferske studie av finansmarkedene i Kina. De gjenværende prosentene av samlet formue holdes i kontanter – om lag ti prosent – og aksjer og obligasjoner, samt fordringer på forsikringsselskaper. Samlet formue for husholdningene går opp fra 700 milliarder dollar i 1997 til 2100 milliarder dollar seks år senere.

³ I tillegg til 22 provinser er det fem autonome områder i Kina med betydelig innslag av minoriteter (her finner vi Tibet) og fire store byer med spesiell status. Disse 31 administrative enhetene står rett under sentralmyndighetene i Beijing og betegnes ”Mainland China”. I tillegg kommer Hong Kong og Macau som har status som Special Administrative Regions (SAR). Og helt til slutt, Taiwan, som har sitt eget styre, men som Kina mener tilhører Midtens rike.

⁴ ”Det spiller ingen rolle om katta er svart eller hvit bare den fanger mus”, er vel et av de utsagn den pragmatiske Deng Xiaoping er mest kjent for. Et annet – om arbeidet med å utvikle en markedsøkonomi med kinesiske kjennetegn – går slik: ”Dette er et stort eksperiment som ikke er beskrevet i bøker.”

Bemerk at mye av den produksjonen som foregår i kinesisk industri, er basert på importert komponenter og halvfabrikata. Den innenlandske verdiskapningen i Kinas eksport er således langt mindre enn den innenlandske verdiskapningen i f. eks. eksporten fra Japan. Selv om Kinas eksport målt som andel av BNP nå er langt over det dobbelte av Japans, er ikke verdiskapningen i eksporten, som andel av BNP, så veldig forskjellig de to land imellom.

Det tredje punktet – god makroøkonomisk styring – har Midtens rike sammenlignet med andre utviklingsland hatt en meget heldig hånd med.

- Kina har unngått en overvurdert valuta
- Kina har unngått oppbygging av stor, statlig gjeld
- Kina har unngått sterk og variabel inflasjon – i hvert fall de siste 8—10 årene
- Kina har unngått store underskudd på driftsbalansen med utlandet

I tillegg har Kina hatt en prøve-og-feile-holdning der man har gitt rom for ulike løsninger på provinsnivå. En utprøvd politikk som gir gode resultater i én provins, har man deretter gitt grønt lys for at iverksettes i andre.

BOKS 1: VEKST FOR ENHVER PRIS?

Med 9,4 prosent i gjennomsnittlig årlig vekst i kinesisk økonomi de siste 25 årene kan man glede seg over en nær ti-dobling av produksjonen i denne perioden. Om lag en tredjedel av denne veksten skyldes bedre utnyttelse av gitte ressurser, såkalt TFP-vekst (for Total Factor Productivity). Resten av veksten skyldes økt tilgang på arbeidskraft og kapital.

Men veksten har ikke kommet gratis. Her kan nevnes to kostnader som begge vekker dyp bekymring i det kinesiske lederskapet; inntektsfordelingen er blitt så skjev at den truer stabiliteten i samfunnet, og forurensningen har fått et omfang som truer naturens bærekraft.

Fra å ha en fattigdom som var temmelig jevnt fordelt under Mao, er det i dagens Kina enorme forskjeller mellom fattige og rike. Ja, forskjellene mellom folk er større i Kina enn i USA, og på linje med hva man ser i Russland. Når i tillegg mye av forskjellene skyldes korrupsjon og annen ulovlig måte å tilrive seg fordeler på, er det klart at legitimiteten til et system som leverer slike resultater, svekkes.

For tre år siden ba myndighetene at National Bureau of Statistics (NBS) i Kina skulle lage et ”grønt” regnskap av bruttonasjonalproduktet der hensyn skulle tas til forringelsen av naturen. Løse anslag har antydnet at om den utarming av naturgrunnet som forurensning har ført til, bringes inn i regnestykket, har ikke Kina vokst med vel ni prosent per år de siste par tiårene, men ”bare” med seks prosent. Et ambisiøst prosjekt med sikte på å få klarhet i dette viktige spørsmålet har imidlertid NBS måttet gi opp. De metodiske problemene ble for store. I stedet satser man på et FN-opplegg der flyten av ressurser gjennom økonomien søkes kartlagt.

Viktigere enn å lage et ”grønt BNP” er å få på plass et incentivsystem for de lokale ledere i Kommunistpartiet slik at de i større grad tar hensyn til miljøet. Tradisjonelt har forfremmelse i Partiet vært nært knyttet opp til veksten i produksjon. Et mer sammensatt belønningssystem som både er lett å forstå og lett å etterprøve, står høyt på agendaen i Beijing.

3. KINESERNE BLIR GAMLE FØR DE BLIR RIKE

Mens kinesiske kvinner tidlig på 1950-tallet og til godt over midten av 1960-tallet i gjennomsnitt fødte 6 barn, var fødselshyppigheten falt til om lag det halve ved utgangen av 1970-årene. I dag føder kvinner i Kina i gjennomsnitt 1,7 barn. Over tid holder det knapt til en reproduksjon av befolkningen.

Familiepolitikken varierer over provinsene. I Tibet, som har status som autonomt område, er det ingen barnebegrensning. Her føder kvinnene i gjennomsnitt tre barn. Også andre minoriteter enn tibetanere står friere i valg av hvor mange barn de vil ha. I noen provinser er det slik at dersom den førstefødte er en jente, har man anledning til å prøve en gang til. En begrunnelse for denne politikken er at arbeidet på landsbygda fysisk sett er så krevende at rå muskelkraft må til. Foreldrenes sikkerhet for alderdommen kan komme i spill om ikke eget avkom har krefter nok til å gjøre seg nytte av de ressursene man har tilgang på.

Hva skjer om man bryter reglene og setter flere barn til verden? Professor Peng Xizhe, spesialist på befolkningslære, forteller at i noen provinser må man betale bot om regler for barnebegrensning brytes. Denne boten er avhengig av inntekten. Er man rik nok kan det både være hyggelig og prestisjefyllt å ha en større barneflokk. En annen måte å motivere folk til å holde seg til reglene på er å la foreldrene betale for ytelser til barn nummer to som er gratis for det første barnet. En slik politikk innebærer en diskriminering som strider mot grunnleggende menneskerettighetsprinsipper.

Kina har fremdeles en temmelig ung befolkning. Bare 11 % er 60 år eller mer. I USA er denne andelen 17 % og i Japan 26 %. I 2050 er bildet dramatisk endret. FN anslår at andelen eldre i Kina da er nesten tre-doblet, til 31 %. I USA stiger andelen på 60 år og mer opp til det nivået Japan har i dag, dvs. til 26 %. Legger man tak over hele Japan i 2050 vil det minne mistenkelig om et gamlehjem; andelen eldre forventes å være hele 42 %. Kina vil i årene etter 2050 bevege seg i samme retning som Japan, dvs. andelen eldre vil fortsette å øke. Men til forskjell fra Japan vil Kina være et forholdsvis fattig land når dets innbyggere eldes.

Med beskjedne pensjoner, få aldershjem og et lite utviklet offentlig helsevesen kan man frykte at mange kinesere – særlig gamle uten noen nær familie til å ta seg av dem – vil gå en dyster alderdom i møte. "There's this slow-motion humanitarian tragedy coming down the track for China", sier professor Nicholas Eberstadt ved American Enterprise Institute.⁵

Ettbarns-politikken som i sin første fase – og der er Kina enda – gir store samfunnsøkonomiske gevinster, har konsekvenser på lengre sikt som vi vanskelig fullt ut kan overskue. Hva slags mennesker vil 1-2-4 modellen skape der det ene barnet blitt dullet med av to foreldre og fire besteforeldre? "Den lille keiser" har kineserne allerede begynt å kalle sitt ene, skjønne barn.

Mer alvorlig, hvordan vil Kina frem i tid håndtere det faktum at det i dag fødes 119 guttebarn for hver 100 fødte pikebarn? Den naturlige relasjonen her er 106 gutter for 100 piker. Allerede i 1990 var tallet blitt forskjøvet til 111 gutter for 100 jenter. Således må kinesiske gutter midt i tenårene i dag sloss hardere for jentene enn hva deres foreldre gjorde. Vil denne skjeve fordelingen mellom kjønnene skape et mer brutalt samfunn?

⁵ Se artikkel i Wall Street Journal den 6. juni 2006, European edition.

Professor Peng har et rikt datamateriale å øse av. I grafer for befolkningsutviklingen ser vi klart hvordan tilveksten stuper våren 1959 og tre år fremover. Fødselsraten faller, og dødsraten stiger. Det er helt grusomt å tenke på hva som ligger bak disse kurvene av idioti og lidelser. ”Hvor mange liv tok Det store spranget”, spør professoren. ”Det offisielle kinesiske tallet er 13 millioner”, sier han – omtrent som antallet svensker og dansker i dag, tenker jeg. ”Amerikanske forskere er kommet frem til 30 millioner”, fortsetter professor Peng. ”Mine egne beregninger”, avslutter han, ”gir et tall på 22 millioner”. Vi må i så fall legge til befolkningen i de tre øvrige nordiske landene, konstaterer jeg.

Det eneste lyspunktet i denne sørgelige historien er dette: Kinesiske forskere kan nå snakke og forske fritt om dette triste temaet.

4. HVA SKJER I DE KINESISKE FORMUESMARKEDENE?

Andy Xie heter Morgan Stanleys mann i Hong Kong. Han ser privatisering av boliger i Kina som en form for bestikkelse av folket. Man får kjøpe sin egen leilighet for kanskje to-tre tusen dollar. Når leiligheten ikke mange år senere kan selges for ti ganger så mye, skaper dette tiltaket stor begeistring. Myndighetene blir populære. Det er det klart behov for. I samme periode tar man nemlig fatt i arbeidet med effektivisering og avvikling av de statseide industriforetakene. I løpet av få år synker antall ansatte i disse foretakene fra over 60 millioner mennesker til under det halve. Det går bra – i betydningen av at den tilhørende sosiale uroen lar seg håndtere og begrense.

I

Mens vi er i Midtens rike denne uken i mai 2006, oppheves forbudet som kinesiske aksjeselskaper har måttet leve med ett års tid, nemlig mot å hente inn ny kapital ved utstedelse av nye aksjer. Dette forbudet har sammenheng med myndighetenes anstrengelser for å få såkalte ”nontradable shares” ut i omløp. På egne bøker, og i ulike offentlige organer, eide myndighetene i mai 2005 aksjer til en markedsverdi på mer enn 200 milliarder dollar. Det utgjorde om lag to tredjedeler av alle aksjene på Kinas to børser. Når myndighetene har planer om å selge seg kraftig ned, vil de ikke ha konkurranse ved at selskapene selv legger ut nye aksjer.

Et dominerende statlig eierskap som man lenge har diskutert hvordan skal avvikles, har virket som en klam hånd på aksjemarkedet. Med myndighetenes avvikling av sitt uønskede eierskap i kinesiske bedrifter i hovedsak brakt til ende, skyter kursene på de to aksjebørsene i Shanghai og Shenzhen i været. Og myndighetene åpner igjen for at selskapene kan legge ut nye aksjer.

Et sett av kriterier – 34 i alt – må tilfredsstilles før et børsnotert selskap kan legge ut ny aksjer. Blant disse er overskudd hvert av de tre siste årene, samt dividendeutbetalinger på minst 20 prosent av overskuddene. Av Kinas 1.365 børsnoterte selskaper betyr dette at bare mellom to og tre hundre vil ha anledning til å hente inn mer aksjekapital i markedet.⁶

⁶ Se artikkel den 9. mai 2006 i International Herald Tribune – Asian edition.

II

I Kina har man uheldige erfaringer fra tidligere med emitteringer av nye aksjer i statseide, kinesiske foretak. Private har lagt pengene på bordet. Staten har blitt sittende med makten. Og alt er blitt ved det gamle. Den bedringen av driften som en notering på børs skulle bidra til, har glimret med sitt fravær.

Mens denne modellen, som vi i Norge gjerne forbinder med Norsk Hydro, har fungert godt hos oss, har den virket det dårlig i Kina. Hvorfor? Fordi tradisjonene er forskjellige. I Maos dager var det en symbiose mellom statseide foretak (SOEs for state owned enterprises) og statseide banker (SOBs for state owned banks). Foretakene lånte av bankene. Men ettersom eieren var den samme, var det ikke så viktig om lånene ble betjent eller ei. Penger inn til foretaket, men ingen penger ut. Og noen innflytelse i et SOE for en SOB, fordi sistnevnte stilte kapital til disposisjon for førstnevnte, var lite aktuelt.

For et SOE fremstod utleggelse av aksjer som et interessant alternativ til lån i en SOB. Aksjeeiere har ikke krav verken på dividende eller på innløsning. Når de i tillegg ikke har noen makt på generalforsamlingen, og når sjefene i det statseide selskapet bryr seg katten om kursutviklingen, uten at dette får noen konsekvenser for dem, ble det nye produktet – ny aksjekapital – temmelig likt med det gamle – lån i statlige banker. For begge vedkommende er det beskjedne krav til betjening av kapitalen. Penger inn. Men ikke penger ut.

Kina trenger sterkt til et aksjemarked som virker disiplinerende og krevende på ledelsen av selskapene, og således bidrar til god "Corporate Governance". For å få dette til er det rimelig at myndighetene setter krav om at selskaper som vil hente inn friske penger, må kunne vise til flere år med overskudd med tilhørende utbetaling av dividende.

III

Hvordan stiller myndighetene i Kina seg til å la egne innbyggere få kjøpe verdipapirer og andre aktiva i utlandet? Og til utlendingers adgang til det samme i Kina? Her ble jeg overrasket. Mitt inntrykk før samtaler med en trio fra Kinas sentralbank (PBOC) var at på dette området ville myndighetene føre en forsiktig politikk. Presset fra USA om å la kapitalbevegelsene ut og inn av Kina bli henimot helt frie, trodde jeg ikke at Kina hadde noen planer om å etterkomme. Var det ikke snarere snakk om "oppholdende strid", dvs. i stor grad prate amerikanerne etter munnen, men gjøre minst mulig?

Møtet i PBOC ble en underlig forestilling. Jeg har to ganger tidligere besøkt Kinas sentralbank og begge gangen blitt meget imponert over kunnskapene folk jeg møtte hadde – både faglig og språklig.⁷ Men denne gangen stilte de tre vi hadde fått avtale med, med tolk. I et stort og flott rom med dype stoler, mikrofon foran hver plass og digitalt ur på bordet som også viste temperaturen i rommet. I løpet av møtet steg den med en halv grad til 24 grader Celsius uten at det skyldtes intensiteten i samtalen.

To ting ble helt klart etter tre kvarter i PBOC. Kina vil gradvis liberalisere reglene for flytting av kapital ut og inn av landet. Om fem-seks år kan man regne med at den kinesiske renminbi (RMB) ikke bare er konvertibel for transaksjoner på handelsbalansen – det ble den i 1995 –

⁷ Også folk vi senere møtte i Hong Kongs sentralbank, eller HKMA som står for Hong Kong Monetary Authorities, deler denne vurderingen. En av dem uttrykte det slik: "PBOC is incredibly sophisticated".

men også for transaksjoner på kapitalbalansen.⁸ Og for det andre, etablering av en Asian Currency Unit (ACU) som avisene i de dagene var så opptatt av, ligger langt frem i tid.

BOKS 2: ASIAN CURRENCY UNIT (ACU) LIGGER LANGT FREM I TID

I desember 1978 bestemte landene i det daværende EF seg for å lage en ny måleenhet for penger bestående av på forhånd fastlagte mengder av EF-landenes egne valutaer. Den valutakurven som dermed så dagens lys, fikk betegnelsen European Currency Unit (ecu). I januar 1999 skiftet ecu navn til euro. Samtidig gav 11 europeiske land opp sine egne valutaer og tok denne nye valutaenheten i bruk. Euro ble dermed en selvstendig pengeenhet.

Bakgrunnen for fremveksten av ecu var uro i de internasjonale valutamarkedene og en klar svekkelse av dollaren. Som president Nixons finansminister John Connally uttrykte det; "the dollar is our currency, but your problem".

Situasjonen i Asia i dag er ikke helt ulik den i Europa for tredivet år siden. Landene har bundet sine valutaer til dollar, men er noe ukomfortabel med situasjonen. Dollaren, nå som den gang, ligger an til å falle kraftig i verdi. En svakere dollar synes nødvendig for å bedre balansen i amerikansk utenriksøkonomi. Å sitte på en valuta som mister kjøpekraft overfor andre valutaer, er lite festlig. Kan man minske avhengigheten av USD? Kan modellen EF tok i bruk på slutten av 1970-tallet egne seg for en utvalgt gruppe land i Asia i dag?

I Hydrabad tidlig i mai bestemte finansministrene i Kina, Japan, Sør-Korea og ti andre land i Sørøst Asia (Asean-landene) seg for å sette i gang et forskningsprosjekt: "Toward greater financial stability in the Asian region: Exploring steps to create regional monetary units". Dette er ment som et praktisk prosjekt: Kan landene i Asia komme frem til et valutapolitisk samarbeid som vil gjøre området mindre dollar-avhengig?

I første omgang vil det være snakk om etablering av en valutakurv som en regneenhet og målestokk. Om man lykkes med det, og om hvert enkelt land tar sikte på stabil kurs mot denne regneenheten, vil en ustabil dollar ikke forrykke konkurranseforholdene de asiatiske landene imellom. Videre kan en Asian Currency Unit (acu) bli en faktureringsvaluta, selv om selve betalingen skjer i eksport- eller importlandets valuta.

Et obligasjonsmarked denominert i acu kan også tenkes utviklet. Et felles kapitalmarked der land med overskudd på handelsbalansen finner det interessant å kjøpe gjeldspapirer i acu fra land med underskudd, vil gjøre at etterspørselen etter dollar blir mindre. Det kan i sin tur gi en svakere amerikansk valuta.

Men her er politiske utfordringer også. Kina som alltid har holdt fast på at Taiwan er en del av Midtens rike, vil ikke godta at den taiwanske dollaren kommer med i valutakurven som definerer acu. Videre er Kina engstelig for at japanske yen skal få for stor vekt. Om imidlertid vektene baseres på kjøpekraftsjustert BNP snarere enn BNP beregnet på grunnlag av markedskurser for de enkelte valutaene, vil Kina komme bedre ut.

⁸ For den interesse det måtte ha; i Norge ble kronen konvertibel for transaksjoner på handelsbalansen i desember 1958 og for transaksjoner på kapitalbalansen i juli 1990.

IV

Bedre fungerende formuesmarkeder internt i Kina og ønske om å åpne opp for frie kapitalbevegelser, må sees i sammenheng. Før Kina tillater full konvertibilitet for sin valuta, må følgende på plass:

- Godt fungerende aksje- og obligasjonsmarkeder i Kina.
- Godt fungerende eiendomsmarkeder i Kina.
- Godt fungerende markeder for forsikringsprodukter i Kina.
- Godt fungerende interbankmarkeder i Kina.
- Godt fungerende markeder for utenlandsk valuta i Kina, inklusive derivater for avdekning av valutarisiko.

I tillegg må kineserne lære seg å leve med en svingende og mindre forutsigbar dollarkurs.

Hvorfor må disse tingene på plass før man åpner opp for frie kapitalbevegelser? Tenk deg at Kina i morgen tar vekk alle restriksjoner på innlendingers kjøp av utenlandske aktiva så vel som utlendingers kjøp av kinesiske aktiva. Kinesere kan fritt sett penger inn i DnBNOR eller i Bank of America. Og vi står fritt til å opprette konti i den på Hong Kong børsen nylig noterte Bank of China (BOC). Hvilken strøm vil vært sterkest? Strømmen av penger ut av Kina? Eller den inn i landet? Ingen vet.

Richard Cooper, professor ved Harvard University, heller i retning av å tro at utstrømningen ville bli størst.⁹ Hva vil de par hundre millioner kinesere som i dag er litt eller temmelig rike, gjøre? Hvor herlig ville det ikke være for dem om noen av midlene kunne settes ut? Amerikanske aksjer, tyske bankinnskudd, spanske feriehus og franske, indeksregulerte statsobligasjoner, hvilke diversifiseringsgevinster er det ikke å hente ved å handle slike produkter! I dag har de jo så godt som hele sin formue bundet opp i Kina, og for en stor del i bankinnskudd.

Om appetitten kineserne har på utenlandske formuesobjekter skulle være større enn utlendingers ditto på kinesiske, ville den kinesiske valutaen komme under press. En depresiering av RMB i dagens bilde ville være lite gunstig, politisk så vel som økonomisk. Tenk deg bare hvordan den nye finansministeren i USA, Mr. Hank Paulson, tidligere sjef for Goldman Sachs og med over 70 opphold i Kina bak seg, ville reagere om den valutapolitiske utviklingen ytterligere skulle forverre USAs konkurransevne overfor Midtens rike? I fjor hadde Amerika et underskudd på sin driftsbalanse på mer enn 750 milliarder dollar hvorav vel 200 milliarder dollar var mot Kina.

Om derimot Kina i løpet av de neste fem-seks årene lykkes med å få et levende aksje- og obligasjonsmarked på plass; et eiendomsmarked som fungerer godt; et forsikringsvesen som har lært seg å håndtere folks sparekapital på en god måte, blant annet ved å være aktive og aktpågivende investorer i aksje og obligasjonsmarkedene; et interbankmarked med god likviditet der de ulike aktørene jevnlig blir vurdert av velrenomerte ratingselskaper; et valutamarked der bankene tilbyr de etter hvert erfarne kundene egnede produkter for avdekning av en valutakursrisiko, som uvergelig blir større når kapitalbevegelserne blir frie – ja da vil tiden være moden for å tillate fri flyt av kapital ut og inn av landet.

⁹ Se hans artikkel i Financial Times 1. november 2004.

Med mer velutviklede og dypere kapitalmarkeder, der den enkelte formueseier er bedre diversifisert, fortøner full konvertibilitet for RMB seg mindre skremmende enn om den kinesiske valutaen i dag ble gjort ”vekslingsbar” også for kjøp og salg av aktiva. Noen år frem i tid vil også utlendingene ha større tillit til at Kinas formuesmarkeder fungerer etter anerkjente regler. Det blir bedre balanse mellom dem som vil ut av Kina og dem som vil inn i Kina. Prisvariasjonene i blant annet renter og valutakurs blir trolig mindre enn om man skulle åpne alle formuesmarkedene nå.

V

Ved å love noe i dag som må leveres i morgen, setter kineserne seg selv under press. Tiden må brukes godt for ikke å bli tatt på senga når kapitalmarkedene åpnes.

Her er det en klar parallell til det som hendte da Kina ble tatt opp i Verdens handelsorganisasjon (WTO). I den endelige avtalen som ble undertegnet i desember 2001, fikk utenlandske banker rett til om fem år å kunne konkurrere på henimot like vilkår med kinesiske. Om et snaut halvt år er tiden omme – kinesiske bankers skjerming for konkurranse fra utlandet er da over.

Kunnskapen om dette har satt fart i prosessen med omstrukturering av kinesisk bankvesen. Og minst like viktig; gammelkommunistene, som fremdeles er en maktfaktor i Kina, mister handlingsrom når myndighetene inngår forpliktende avtaler med andre land der konsekvensen er at Kina beveger seg stødige i retning av en kapitalistisk og markedsdrevet økonomi. Muligheten for å reversere utviklingen svinner. Kostnadene ved å gå tilbake til det gamle blir større. Snart – får vi tro – er de prohibitive.

Ved sin deltakelse i WTO baner Kina vei for en friere valutapolitikk. Ved at landets sentralbank i tillegg så klart annonserer at frie kapitalbevegelser ligger bare fem-seks år frem i tid, forsterker de kinesiske myndighetene nødvendigheten av reformer som vil gi Midtens rike bedre fungerende formuesmarkeder.

5. DEMOKRATI ELLER KORRUPSJON?

Kina har lenge vært preget av omfattende korrupsjon. Ikke nok med det – etter Verdensbankens indikatorer for ”Good Governance” er korrupsjonen økende. Og det til tross for all den oppmerksomhet myndighetene på høyeste hold har gitt problemet, og iveren med hvilken de prøver å bekjempe det. Hva kommer det av at korrupsjonen er så standhaftig? Hvilke former for korrupsjon er mest utbredt? Og hvilke valgmuligheter står Kina overfor om korrupsjonen skal, om ikke lukes helt ut, begrenses kraftig for deretter å holdes nede på et ”akseptabelt nivå”?

I

På områder der det ikke finnes alternativer beredes grunnen for korrupsjon. Ta strandloven i Norge. Om vi hadde hatt en utbredt kultur for korrupsjon her i landet, ville jobben som rådmann i kommunene langs kysten fra Oslo til Egersund, ja sikkert helt opp til Bergen, vært meget attraktive jobber. Hvorfor det? Fordi om du har en slik jobb, kommer ikke ny-rike hytteeiere utenom deg, om de ønsker å utvide hyttene sine eller sette opp nye brygger der

ingen gamle fra før av står. Det gir fete inntektsmuligheter for rådmenn som kjenner sin besøkestid.

Fravær av alternativer er et utpreget trekk ved et ettpartisamfunn. Det gir strategisk plasserte partifunksjonærer en maktposisjon som kan utnyttes til egen vinning. Forholdene legges til rette for pene inntekter fra korrump virksomhet.

II

I Kina, den gang planøkonomien fremdeles hadde en fremtredende rolle, til kanskje et stykke ut på 1980-tallet, hadde høyere partifunksjonærer adgang til egne forretninger der vareutvalget var bedre, og prisene lave. Man kjøpte billig – mer enn eget forbruk tilsa. Det overskytende kunne partifunksjonæren ta en pen fortjeneste på ved salg under bordet til kinesere uten partiboka i orden. Med det frie markedets inntreden, og en etter hvert helt dominerende posisjon, endrer bildet seg. Den jevne kineser har fått alternativer å velge mellom. Bedrifter og forretninger konkurrerer, må vite. Den muligheten partipamper tidligere hadde for korrump atferd ved særlig tilgang på varer forsvinner.

”Corruption in the name of local development”, kalte professor Zhou Dunren det når partifolk på lokalt nivå finner måter å loppe penger fra bøndene på. En vanlig måte å gå frem på er ved ”re-zoning” av land. Jordbruksområder omdisponeres til industri, og bøndene jages vekk. Ettersom bonden bare har en tidsbegrenset rett til dyrking av en tilvist jordlapp, og bare eiendomsretten til det han produserer på den, kan de lokale partifunksjonærene avspise ham med en symbolsk kompensasjon. Det meste av den merverdien de lokale myndighetene kan hente ved å leie ut grunnen til industriforetak, går til ”local development”. Resten i partipampenes egne lommer.

Ved National Peoples Congress’ årlige 14-dagers samling i mars 2006 ble forslag om en omfattende jordreform lagt frem.¹⁰ Men med sterke protester fra flere hold, blant annet fra sjefen i Kinas National Bureau of Statistics og fra en høyprofilert marxistisk professor, ble forslaget trukket. Begrunnelsen til professoren var interessant og relevant: Med privat eiendomsrett til jorda forsvinner den siste rest av det ideologiske grunnlaget for Peoples Republic of China (PRC), nemlig statens eiendomsrett til produksjonsmidlene. Dagens pragmatiske ledere tar imidlertid sikte på å komme tilbake til saken neste år.

III

Et *trilemma* kaller man det i internasjonal økonomi, at et land kan få innfridd toppen to av følgende tre ønsker: Fast og stabil valutakurs; en egen rentepolitikk; frie kapitalbevegelser.¹¹

¹⁰ National Peoples Congress (NPC) er Kinas forsøk på en lovgivende forsamling. Den består av knappe 3000 delegater, valgt fra hele landet. De velges ikke bare ut fra geografiske kriterier. Store universiteter, som Tsinghua i Beijing, velger utsendinger til NPC. Det kan være hard konkurranse om å bli valgt. Delegatene trenger ikke være medlem av Partiet. NPC har liten – men økende – makt, tror jeg det er riktig å si.

¹¹ Fast kurs og egen rente fordrer kontroll på kapitalbevegelsene. Formuesforvaltere får dermed ikke anledning til å kjøre en valuta. Valutakursen mister preg av å være en formuespris. Dette alternativet var hva Keynes ønsket, og som Bretton Woods systemet var basert på. En variant av dette alternativet – styrt flyt – er hva Kina har i dag. Fast kurs og frie kapitalbevegelser kan være vanskelig i praksis. To ting må på plass. Fastkurslandene må ha tilnærmet lik inflasjon. Og renten i det enkelte land må brukes uhemmet for å holde valutakursen stabil. Det tredje alternativet, frie kapitalbevegelser og en egen rentepolitikk, der man lar valutakursen seile sin egen sjø, har vært USAs linje siden begynnelsen av 1970-tallet. Det er også EUs linje i dag, etter innføring av euro.

På tilsvarende vis kan man snakke om et trilemma i kinesisk politikk. To av følgende tre ønsker lar seg innfri:

- Bevare Partiets maktmonopol
- Bli kvitt – eller få kraftig redusert – den omfattende korrupsjonen
- Opprettholde den gode økonomiske veksten

Prisen man i dag betaler for bevaring av Partiets monopol på makt er utbredt korrupsjon. Medaljens forside er at beslutningssystem og incentivstruktur legger forholdene til rette for solid økonomisk vekst. Partisekretæren på det lokale planet skjøtter jobben sin; den industrialisten som kan betale mest for å etablere seg, får tilslaget. Han er trolig også den mest effektive produsenten.

Alternativ nummer to er å forsøke å ta rotta på korrupsjonen med bibehold av Partiets maktmonopol. Atskillig mer drastiske sanksjoner må iverksettes overfor dem som blir tatt for korrupsjon. Den styringen Partiet har på lokalt hold opp til provinsnivå, og som er effektiv grunnet det belønningssystemet som korrupsjonen utgjør, går i stå. Det gjør også den økonomiske veksten.

Enorme ulikheter i levestandard, som etter hvert blir synlig for stadig flere, og som folk skjønner i ikke liten grad skyldes korrupsjon, går nå på legitimiteten av den kinesiske samfunnsmodellen løs. Det gir fare for ”stor uro under himmelen”. Og sterke incentiver for legitimitetsskapende tiltak. Kaos må for en hver pris unngås.

Det tredje alternativet – bli kvitt korrupsjonen uten at det går ut over den økonomiske veksten – fordrer en ny form for legitimitet. Legitimitet kan skapes ved at de som fatter beslutninger, gjøres ansvarlig overfor dem de treffer beslutninger på vegne av. Lokale myndigheter må stå til ansvar for myndigheter høyere opp. Og myndighetene på toppen må stå til ansvar overfor folket. Demokrati kaller vi det.

Et ”Demokrati med kinesiske kjennetegn” tror jeg myndighetene på toppen av pyramiden er opptatt av å skape. Ved å gi rom for alternativer i politikken begrenses mulighetene for korrupt atferd. Et system for ansvarlighet etableres. ”Checks and Balances” utvikles. En tredeling av makten etableres. Med kinesiske kjennetegn.

Working Paper Series

- 1/98 **De Grauwe, Paul**
The design of the European Central Bank
- 2/98 **Isachsen, Arne Jon**
Look to England
- 3/98 **Skånland, Hermod**
En pengepolitikk for Norge - etter solidaritetsalternativet
- 4/98 **Isachsen, Arne Jon**
Euroen og den norske kronens skjebne
- 1/99 **Isachsen, Arne Jon**
Ti dager i Amerika
- 2/99 **Skånland, Hermod**
EU, ØMU og EU etter ØMU
- 3/99 **Isachsen, Arne Jon**
Mens vi venter på euroen
- 4/99 **Mercier, Paul**
The monetary policy of the European System of Central Banks
- 5/99 **Isachsen, Arne Jon og Espen Moen**
Er eurotilknytning så ille?
- 6/99 **Steigum, Erling**
Robert Mundells forskning i internasjonal makroøkonomi
De profesjonelle og amatørerne. Noen refleksjoner omkring *populister og originale økonomer*
- 7/99 **De Grauwe, Paul**
Monetary policy in euroland
- 8/99 **Skånland, Hermod**
Norway and the euro
- 9/99 **Isachsen, Arne Jon**
Fjellet er høyt og keiseren er langt borte.
Femten dager i Kina
- 1/00 **De Grauwe, Paul**
Effectiveness of monetary policy in euroland
- 2/00 **Isachsen, Arne Jon**
Felles mynt i Europa. Erfaringene så langt og utsiktene fremover
- 3/00 **Campanella, Miriam**
Who enforces whom?
The political economy of the EMU fiscal discipline

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>

Working Paper Series

- 4/00** **Skånland, Hermod**
Inntektspolitikens muligheter i strategien for økonomisk stabilitet
- 5/00** **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
- 6/00** **Isachsen, Arne Jon**
Euroen og de nordiske velferdsstater
- 7/00** **Steigum, Erling**
Samspillet mellom pengepolitikken og finanspolitikken ved et inflasjonsmål
- 8/00** **De Grauwe, Paul**
Exchange rates in search of fundamentals
The case of the euro-dollar rate
- 9/00** **Steigum, Erling , Jan Tore Klovland, Guttorm Schjelderup
og Øystein Thøgersen**
Nasjonalbudsjettet for 2001
- 1/01** **Isachsen, Arne Jon**
Et passende penge- og valutapolitisk regime
- 2/01** **Qvigstad, Jan Fredrik**
Pengepolitikk i realtid
- 3/01** **Isachsen, Arne Jon**
Norsk Investorforum skriver brev
- 4/01** **De Grauwe, Paul and Isabel Vansteenkiste**
Exchange rates and fundamentals
A non-linear relationship?
- 5/01** **Andreassen, Harald Magnus, Paul De Grauwe, Haakon Solheim
and Øystein Thøgersen**
Norges Bank Watch 2001
A review of inflation targeting, the Norwegian monetary regime and its
institutional arrangements and Norges Bank's actual monetary policy and
communication
- 6/01** **Isachsen, Arne Jon**
Washington D.C. – Oktober 2001
- 1/02** **Steigum, Erling**
Befolkningsaldring og økonomisk politikk: Behov for pensjonsreformer?
- 2/02** **Isachsen, Arne Jon**
Stiglitz om globalisering

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>

Working Paper Series

- 3/02** **De Grauwe, Paul and Marianne Grimaldi**
The exchange rate and its fundamentals in a complex world
- 4/02** **Haldane, Andrew G.**
Resolving international financial crises -The missing links
- 5/02** **Isachsen, Arne Jon**
Har norske bedrifter dårlig tilgang på kapital?
- 6/02** **Svensson, Lars E. O., Kjetil Houg, Haakon O. Aa. Solheim
and Erling Steigum**
Norges Bank Watch 2002,
An independent review of monetary policy and institutions in Norway
- 7/02** **Isachsen, Arne Jon**
Den vanskelige valutakursen
- 8/02** **Houg, Kjetil og Kai Leitemo**
Nasjonalbudsjettet 2003:
Fra konjunktur til struktur
Pengepolitikken mer dominerende
- 9/02** **Juel, Steinar, Karl Johan Haarberg og Erik Bruce**
Sterk krone – fordi vi fortjener det?
- 1/03** **Isachsen, Arne Jon**
Fire år med euro
- 2/03** **Hagelund, Kåre**
Inflasjonsstyring – noen internasjonale erfaringer
- 3/03** **Hungnes, Håvard og Arne Jon Isachsen**
Trenger Norge en valutakurspolitikk?
- 4/03** **Steigum, Erling**
Financial Deregulation with a Fixed Exchange Rate: Lessons from Norway's Boom-
Bust Cycle and Banking Crisis
- 5/03** **Isachsen, Arne Jon**
Reisebrev fra Amerika
- 1/04** **Matsen, Egil, Erling Steigum og Øystein Thøgersen**
Pensjonsreform, sparing og eierskap
- 2/04** **Isachsen, Arne Jon og Kai Leitemo**
Seks artikler om økonomisk vekst, renter og valuta
- 3/04** **Isachsen, Arne Jon**
Reisebrev fra Belgia

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>

Working Paper Series

- 4/04** **Isachsen, Arne Jon**
Bananer, stål og WTO: Transatlantiske økonomiske relasjoner
- 5/04** **Haugsten, Agata**
Is there a natural resource curse?
- 6/04** **Berge, Stian Brundtland og Erling Vårdal**
Pengemengdevekst og inflasjon i Norge 1960-2001
- 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

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>

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.

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>