

Handelshøyskolen BI

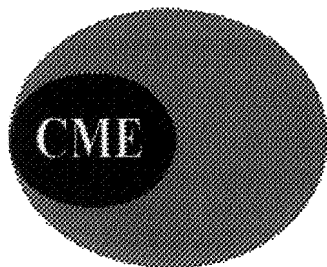
Hovedbiblioteket

20 NOV. 2001

Working Paper Series 6/01

Washington D.C. – Oktober 2001

**Arne Jon Isachsen
Handelshøyskolen BI/CME
November 2001**



Centre for Monetary Economics

SERIE/HANDE

Arne Jon Isachsen
 Handelshøyskolen BI
 12. november 2001

WASHINGTON D.C. - OKTOBER 2001

Søndag morgen - siste dag i september - settes jeg i land på brygga i Langesund. Klokka har knapt rukket å bli halv ni - og den årlige guttaturen til Lille Arøy er, for mitt vedkommende, slutt. Innom BI i Sandvika for å sjekke e-posten. Deretter Gardermoen. Mon tro om det er noen terrorister på vingene idag? Har en litt beklemmende følelse idet Iceland Air tar av. Forbausende fullt fly. Trolig har flere enn jeg tenkt som så at i disse urolige tider er Lilleputt-landets fly lite aktuelle terrormål. Oppe i luften faller man til ro. En kald Eigil-øl fra Saga-øya er tingen.

Mellomlander på Keflavik. Var her forrige gang mandag 10. september. Da møtte jeg Knut Vollebæk, på vei tilbake til jobben som Norges ambassadør til USA. Han landet i Washington D.C. omtrent 14 timer før to fly smalt inn i WTC-tårnene i New York og ett inn i Pentagon i D.C. Resultatet av det siste smellet så jeg noen dager senere, på nært hold. Pentagon er en relativt lav bygning. Den store flymaskinen feide inn i bygningen i kjempes fart i bare to-tre meters høyde. Oppryddingen etterpå skjedde i rekordfart. Men ettervirkningene av terrorhandlingene mandag 11. september har vi bare såvidt sett starten på.

Hvorfor var jeg i Reykjavik 10 september? Deltok i et seminar om islandsk valutapolitikk, arrangert av Det islandske industriforbundet. (Ja, her er aluminium og annen industri - som står for en voksende andel av verdiskapningen i landet.) Seminarets replikk hadde svensken Ulf Jacobsson: Om Island må gi opp enten sin valuta eller sin opera, vil jeg anbefale valutaen, konstaterte han. Med en inflasjon på 6-7%, en nominell rente på 12-14% og med en valuta som har svekket seg med 15-20% det siste halve året, fortøner overgang til euro seg som en interessant løsning. Men uten planer om å gå med i EU er dette lettere sagt enn gjort.

I

De forente staters uavhengighetserklæring er fra 1776. Landets konstitusjon kom tretten år senere. George Washington ble landets første president (1789-1797). Hans bolig, Mount Vernon, ligger vakkert plassert på en liten høyde, med utsikt over Potomac-elven. Hit strømmer det daglig tusenvis av turister - i hovedsak amerikanere - som stolt tar sin første presidents bolig i skue. Hit kom også jeg, på Columbus Day, den andre mandagen i oktober 2001. I det klare, men noe kjølige, høstværet fulgte jeg strømmen av turister gjennom dette for amerikanerne så viktige symbol på egen kraft og styrke.

Joda. Mount Vernon er stilig på sin måte. Men egentlig ikke allverden. Har du besøkt Ludvig den 14. sitt slott i Versailles, er det lite å gispe over her. Mon tro, stusser jeg, om Toppen Bech ville tatt det med i sin populære TV-serie Herskapelig? Odalsbruket,

Kvikne Hotell i Balestrand eller Fritzøe Gods ved Larvik, står ikke noe tilbake for Mount Vernon hva gjelder arkitektur, malerier og pene gjenstander.

To hundre år etter at George Washington ble den første president for de 13 statene USA den gangen utgjorde, er landet i dag, med 37 nye stater i tillegg, verdens ubestridte ener. Økonomisk og militært, og således også politisk. Men hva gjelder tradisjoner og kultur med historisk sus, har denne eneren lite å vise til.

Amerikanske folkeskoler er forskjellig fra norske. Barnehagene også. Ingrid, som er 12 år og norsk, får med jevne mellomrom beskjed om hvor god hun er i matematikk og i engelsk. Med 63 i matematikk for skolekretsen hun hører til, og med 75 for landet sett under ett, vet både hun og foreldrene at hun er flinkere enn 63% av skoleelevene i nærmiljøet på samme trinn i matte. Og at hun hører med til de 25% beste på landsbasis. Med helt lik timeplan hver dag, og med samme timeplan for alle klassene på samme trinn på skolen, vil Ingrid bli flyttet opp til beste gruppe, av tre, for undervisning i matematikk, om hun strever seg opp noen prosentpoeng til i den lokale rankingen. I så fall blir utfordringene i matte større, og potensialet for å lære mer - bli flinkere -, øker. Men, spør jeg, er ikke det guffent for dem som er lenger nede på skalaen? Nei, mener Ingrid, undervisningen de får er tilpasset deres nivå. Utfordringen om å avansere i systemet virker som en spore for mange.

Ikke vet jeg. For en god nordmann, oppdratt til solidaritet med de svake, virker dette hardt og ubarmhjertig. Å vise omsorg for eliten, er neppe et slagord som selger i Norge. Perfekt opplegg for å skape tapere, tenker jeg. Men om man er flasket opp med konkurranse og pes allerede fra barnehagen av, der dette systemet blir sett på som både hensiktsmessig og rettferdig, har det kanskje en annen effekt enn vi i dagens Norge kan forestille oss?

Vel, vel. Når jeg nå setter meg til for å skrive ut mine erfaringer og inntrykk¹ etter å ha samtalt med et dusin topp smarte amerikanske økonomer, er det greit å ha i mente noen vesentlige forskjeller mellom dem og oss. Historieløse og med en voldsom appetitt på å konkurrere.

II

Mandag 1. oktober har jeg lunsj med John Williamson, senior economist ved Institute for International Economics (IIE). For noen år siden bidrog vi begge i en rapport om svensk økonomi. Således kjenner jeg ham rimelig godt. Vi smiler litt i skjegget av jobben som den gang ble gjort. På tross for våre temmelig dystre spådommer om utsiktene for svensk økonomi, slik vi så dem i januar 1997, gikk det jo bra: Arbeidsledigheten i Sverige har falt kraftig, samtidig som antall ansatte i offentlig sektor er redusert; veksten i produktivitet har tatt seg opp, og her har “den nye økonomien” bidratt positivt; inflasjonen er lav, og statens budsjettbalanse er kraftig forbedret. Kanskje, humrer John, bidrog våre pessimistiske vurderinger til at svenskene tok utfordringene på alvor.

Å innrømme at man tar feil, er ikke økonomers sterke side. Jeg minner John om hva han skrev i sin lærebok The World Economy om Leontief-paradokset. Dette paradokset går ut

¹ Erik Storm er finansdepartementets mann ved den norske ambassaden i Washington D.C. Maken til service-innstilling i offentlig sektor har jeg aldri opplevd. Hans innsats for at min studiereise skulle bli vellykket, var overveldende. Mine forventninger til hva jeg i fremtiden kan regne med av bistand fra statlige tjenestemenn er justert kraftig opp. Stor takk til Erik. Og også til Olav Bjerke, Knut Vollebæk og Kristian Ødegaard for spennende dager i Washington D.C.

på at USA, basert på input-output-tabeller for 1947, eksporterte arbeidsintensive produkter og importerte kapitalintensive, til tross for at teorien tilsier det motsatte. Økonomer rev seg i håret over denne empiriske konklusjonen. Forsøk på bortforklaringer florerer; statistiske feil, faktor-intensitet-reversering, forskjeller i preferanser, proteksjonisme, forskjeller i menneskelig kapital, eksistensen av flere produksjonsfaktorer enn arbeid og kapital, osv. Det enkle svaret, når teori ikke understøttes av observasjoner fra virkeligheten, er å stille spørsmålsteget ved teorien. Kanskje, skriver John, er Heckscher-Ohlin-teorien feil. Ikke feil rent logisk. Men feil i den forstand at relativ faktortilgang betyr lite for hva som bestemmer handelsmønstrene mellom land. "This heretical thought", avrunder han avsnittet med, "will be discussed in the following chapters".

Tilbake til 2001. Vi har lunsj i den elegante Cosmo Club. Her er John nylig blitt medlem. Tung plysj og mørk palisander. Tykke tepper på gulvene og alvorlige herremenn på veggene. Ligner litt på Drone-klubben til Bertie Wooster, synes jeg, slik P.G. Wodehouse så mesterlig skildrer den. Men har et noe "uengelsk" sørstatspreg over seg, som Jeeves - Woosters tjener og hyppige redningsmann -, trolig ville rynket på nesen av.

Med 6-timers jetlag er jeg et stykke unna toppformen. Blir mer pludring enn stringente analyser. John har nylig bak seg en tre-års periode som chief economist i World Bank for det sørøstlige Asia. Har Oljefondet i Norge tanker om å gå inn i aksjer i "emerging markets", undrer John. Men den størrelsen dette statlige fondet etter hvert får, vil en slik beslutning kunne bety noe. I tillegg til å bidra med kapital direkte, vil kjøp av aksjer på børser i fattige land kunne føre til økt interesse også fra andre investorer. Potensialet for god avkastning er klart til stede, selv om risikoen også er det.

Kombinasjonen akademisk økonom og "operasjonell beslutningstaker", i betydningen av å arbeide i institusjoner der avgjørelser må fattes, er bedre utviklet i USA enn i Norge. Hos oss er det mer enten/eller - i USA finnes tilbudet både/og. Her er nok å minne om erfaringer til fremtredende akademikere - i tillegg til John Williamson - som Larry Summers, Michael Boskin, Stanley Fisher og Joseph Stiglitz. Alle har de hatt viktige jobber som beslutningstakere (hhv. som finansminister, sjef for presidentens økonomiske råd, nestsjef i IMF og sjeføkonom i Verdensbanken). Etter endt tjeneste har de alle gått tilbake til akademisk virksomhet. Stiglitz sågar til en Nobelpris. Fisher, som nylig forlot IMF, sier at han i starten fant det vanskelig å venne seg til at ethvert møte i Pengefondet skulle kunne ut i en konklusjon eller beslutning. "In my previous life in academia, you could just say things were unclear and leave it at that."

Hva er mest slitsomt, undrer jeg,

den arrogante akademikeren som utelukkende er opptatt av modellenes verden, samtidig som han vet beskjed på hvordan tingene bør gjøres i virkelighetens? Eller den engstlige byråkraten som ikke evner å se at essensen i nye utfordringer ikke alltid lar seg fange opp av det etablerte begrepsapparat?

Montro om den faglige debatten om muligheter og farer i norsk økonomi ville stått seg på om flere deltakere hadde hatt en mer variert erfaringsbakgrunn? Innevarsler utnevnelsen av professor Victor D. Norman til Kommunal- og arbeidsminister en ny trend på dette området?

Catherine L. Mann kommer hastende inn i den splitter nye bygning, ti minutter for sent. Intervjuet på CNN, om konsekvenser for amerikansk økonomi av terrorangrepet 11. september, tok litt mer tid enn beregnet. Vi tar heisen opp i sjettede etasje. Et topp moderne kontorbygg, perfekt beliggende i Massachusetts Avenue (Mass. Ave. for de innvidde). Hvorfor, spør jeg, har Institute for International Economics flyttet fra leide lokaler ved Dupont Circle og til egne lokaler hit? Underforstått, hvordan i himmelens navn har dere hatt råd til en så super bygning?

Catherine forklarer: IIE som ble etablert for tyve år siden, har gjort seg meget fordelaktig bemerket i hovedstaden. Anført av sin dynamiske direktør Fred Bergsten er IIE nå en viktig premissleverandør for mye av den økonomisk-politiske debatten i USA. En stab på snaue tyve forskere er ikke mye; ved norske NUPI er det omlag like mange. Men når disse tyve hører med blant de aller beste akademikerne i landet, pest gjennom det konkurransepregede amerikanske universitetssystem med glitrende karakterer, blir resultatet en imponerende produksjon, både kvalitativt og kvantitativt. Gjesteforskere for ett og to år bidrar ytterligere til kvalitet, og til bredde.

Styret for IIE, som hele tiden har vært ledet av den velstående forretningsmannen Peter G. Peterson, så vel som IIEs faglige Råd, er meget godt fornøyd med innsatsen. Etter tyve år finner de tiden moden for en egen bygning. Fra egne lommer rasker de opp noen millioner dollar. I og med at donasjoner til forskning er skattefrie, bidrar også det offentlige indirekte til egenkapitalen. Men mer penger trengs. I Washington D.C. er det et system der institusjoner som IIE kan legge ut obligasjonslån. Denne ordningen sikrer toppfinansieringen.

Hvor forskjellig fra Norge, tenker jeg. Hos oss er det én ting som gjelder; få vippet staten inn på banen. Gjøre sine hoser grønne hos maktmenneskene; på Stortinget og i Regjeringen, i media og i organisasjoner. Behøver ikke gå lenger enn til Sverige for å se at private - det være seg bedrifter eller enkeltpersoner - bidrar så det monner til finansiering av forskning og utvikling. I Norge er det ikke rare kulturen for dette. Litt stusselig. Hvorfor er rike nordmenn så gjerrige? Om de enda betalte mye i skatt, kunne man kanskje skjønne det. Men av ligningen som legges frem i disse dager, ser vi at mange av dem gjør jo ikke det.

Tilbake til USA. Hva mener Dr. Catherine L. Mann om de økonomiske utsiktene? På kort sikt er hun godt fornøyd med pengepolitikken. Greenspan har latt renten falle, fra 6,5% ved årets start til 3,5%. Etter 11. september kom et nytt kutt på et halvt prosentpoeng og idag - tirsdag 2. oktober - er det møte i FOMC, den 14 personer store komiteen i den amerikanske sentralbanken (Fed) som bestemmer endringer i renten. Catherine synes ikke ytterligere rentekutt er nødvendig. Hun tror ikke et halvt prosentpoeng fra eller til vil bety noe for investeringsviljen. Den er bestemt av forventet etterspørsel og av muligheten for produktivitetsvekst gjennom investeringer som muliggjør bruk av ny teknologi.

Markedets forventninger, viser det seg, får gjennomslag. Senere på dagen kjenner vi FOMCs beslutning, nok en reduksjon i sentralbankrenten på 50 bp. I løpet av ni måneder har således korte renter i USA falt med 4 prosentpoeng, til 2,5%. Nærmer vi oss japanske tilstander der pengepolitikk står i fare for å bli virkningsløs? Eller er det snarere slik at en for ekspansiv kutting av renter baner veien for tiltakende prisstigning om ett år eller to?

Hva gjelder finanspolitikken er Catherine også godt fornøyd. En midlertidig tiltakspakke på rundt 100 mrd dollar, der halvparten er skattelette og halvparten økninger i offentlige utgifter, virker vel balansert. Med et BNP på omlag hundre ganger så mye, snakker vi om

en finanspolitisk stimulans på 1% av samlet verdiskapning. (Etter hvert som uken går, virker det som om tiltakspakken vokser. Samtidig er det uklart i hvilken grad flyselskap vil gjøre bruk av lånefaciliteter stilt til rådighet av myndighetene.)

Den "tax rebate" som denne gangen foreslås, har en bedre fordelingsprofil enn tidligere slike rabatter. Den skal tas på selve grunnskatten på 7,65% som alle betaler (6,2% til Social Security og 1,45% til Medicare), og ikke bare på den alminnelige inntektsskatten som for 2000 ble betalt på inntekter utover 26.000 dollar. Samlet etterspørsel går kraftigere opp, for gitt antall dollar i skattelette, når en større del av denne lettelsen kommer de mindre bemidlede til gode.

Catherine Mann konstaterer at konsumentene er slitne og litt engstlige. "The psychology of spending" gjør usikkerheten i situasjonen ekstra stor. Likevel, med en økonomi som er "inherently flexible" har hun stor tro på at tiltakene virker som ønskelig, og at amerikansk økonomi kommer sterkt tilbake på vårparten. Det vil vi se i tallene som kommer til sommeren, mener hun. Som eksempel på tilpasningseven i amerikansk økonomi nevner hun de nye markedene som krav til økt sikkerhet skaper. "From dot.com to security" er hva vi vil se i databransjen, sier Catherine. Og trekker frem scanning av e-post i arbeidet med å avsløre terrorister, som eksempel. Vel og bra tenker jeg. Den økonomiske veksten tar seg opp. Men øker levestandarden?

Motene skifter. Også i økonomi. Etter Kennedy-årene med klokkeetro på keynesiansk finstyring av samlet etterspørsel, fikk vi oljeprissjokk og stagflasjon til godt ut på 1980-tallet. Troen på at Phillipskurven er loddrett på lang sikt, banet veien for at pengepolitikk kunne overlates til en uavhengig sentralbank hvis oppgave er å sikre prisstabilitet. Troen på at modeller med rasjonelle forventninger beskriver virkeligheten på en god måte, gjør at man i finanspolitikken bør konsentrere seg om måter å bedre økonomiens virkemåte på. Kortsiktige etterspørselsregulering blir ivaretatt gjennom automatiske stabilisatorer og en aktiv pengepolitikk.

Men nå kryper skjortekanten oppover igjen. Vi er "litt" tilbake til Keynes igjen, med et visst rom for diskresjonær finanspolitikk. Amerikanske myndigheter, mener Catherine Mann, gjør rett i å gi økonomien en finanspolitisk stimulans denne høsten. I Norge har vi beholdt retorikken om behovet for etterspørselsregulering gjennom passende dosering av det offentlige inntekter og utgifter. Men, undrer jeg, er norsk finanspolitikk, når det kommer til stykket, så fleksible som amerikansk? Eller fører den nye regelen, om å bruke forventet avkastning av Oljefondet, til mindre fleksibilitet i finanspolitikken over konjunktursyklusen?

Ved inngangen til 2001 trodde man at den økonomiske veksten ville ta seg pent opp i EU og i Japan. I en global vurdering ville det passe godt, gitt forventningene om en viss avmatning i amerikansk konsum. Med en sparerate i husholdningssektoren i USA på bare et par prosent, mot 7-8% ved slutten av 1980-tallet, og med et kraftig verdifall på amerikanske børser, er det rimelig å forvente at amerikanske konsumenter vil dempe sin etterspørsel etter varer og tjenester og i stedet sette mer penger i banken. Men nok en gang skuffer EU og Japan. Vekstanslagene her er stadig blitt nedjustert. Når så terror rammer USA, og usikkerheten omkring den økonomiske utviklingen øker ytterligere, blir det viktig at EU og Japan følger opp med etterspørselsstimulerende tiltak. Catherine Mann er godt fornøyd med at Den europeiske sentralbanken (ECB) satte ned renten den 17. september, basert på et telefonmøte, kort etter beslutningen om en tilsvarende rentereduksjon i den amerikanske sentralbanken.

Rent generelt mener Catherine – som amerikanske økonomer flest – at ECB har vært altfor fokusert på inflasjon, og for lite opptatt av den realøkonomiske utviklingen, et tema vi kommer tilbake til senere i denne uformelle rapporten.

Hva gjelder rentekurven i USA, peker den for tiden klart oppover. Det betyr at renten på lange papirer ligger godt over renten på korte. Ettersom man i USA har lagt ut en del indeksregulerte obligasjoner - parallelt med vanlige obligasjoner -, er det mulig å “dele” den nominelle renten opp i dens to komponenter; forventet inflasjon og forventet realrente. Tallene viser at realrenten – og ikke bare den nominelle renten – forventes å stige merkbart. Tilliten til at Fed skal holde inflasjonen under rimlig kontroll er på plass. Men troen på betydelige overskudd i USAs statsbudsjett er borte.

Catherine Mann er en teknologioptimist. Hun tror at USA har opplevd et varig, positivt skift i teknologi, og at den økonomiske veksten vil holde seg høy i årene fremover. Andre lands selskaper må skjerpe seg. Hun snakker om “the global value chain”, og skiller her mellom “achievers” og “non-achievers”. Amerikanske selskaper setter en ny standard. Nå gjelder det at Europa og Japan følger opp. Selskaper som blir hengende etter, dankes ut.

Underskuddene på USAs driftsbalanse med utlandet er nå kommet opp i fire prosent av BNP. Det betyr at USA hver måned låner nye 30 mrd dollar fra resten av verden. En bærekraftig utvikling tilsier at dette tallet må ned. Kjappere økonomisk vekst i Europa og i Japan er hva som skal til. Da vil disse områdene etterspørre mer varer og tjenester fra USA. Ettersom USA trolig har betydelige komparative fortrinn i produksjon av tjenester, og kanskje særlig finansielle sådanne, vil en friere verdenshandel i tjenester kunne bidra til en bedre global balanse.

Globalisering gir tøffere konkurranse og større forskjeller. I USA ser inntektsforskjellene ut til å ha blitt større, frem til 1995/96. Det bekymrer Ms. Mann mindre. Innad i USA er fattigdom et problem. Men så snart en familie er over fattigdomsgrensen, er problemet løst. Mens vi i Norge er opptatt av inntektsfordeling, dvs. hele skalaen, er amerikanere bare opptatt av dem nederst på skalaen. Om fattigdomsproblemet kan løses, bryr de seg mindre om hvorvidt sjefene tjener 10 eller 100 ganger så mye som arbeiderne.

Samtalen går mot sin slutt. Jeg spør hva Catherine ville gjort i Norges situasjon, med et stort og voksende statlig oljefond. Hun tenker seg om. Så kommer rådene: Satse på aktiviteter med klare positive eksterne virkninger. Mer konkret: Utdanning, forskning og utvikling, og miljø. Alt med sikte på å legge forholdene godt til rette for “future entrepreneurial activities”.

IV

Sine unge år til tross er Adam Posen, som Catherine Mann, senior fellow ved IIE. Hans forskningsområder er makroøkonomisk politikk, med særlig vekt på sentralbankers atferd. Med flotte bukseseler, et skapt intellekt, og med knappe 165 cm i høyde over havet ligner han ørlite grann på sjefen i Fed, Alan Greenspan. Mon tro om vi en dag finner Adam i jobben som Alan nå har?

Adam Posen er ivrig, men også lyttende. Kunnskapsrik, men også nysgjerrig på hva andre mener. I samtalens løp finner han frem tre-fire egne papers. Senere i uken, på lunsjseminar på den norske ambassaden, har jeg gleden av å la Adam få noen betraktninger fra min hånd. Da innleder jeg over temaet “The coming of the euro”.

“Rules versus discretion” har lenge stått sentralt i den pengepolitiske debatten. Milton Friedman mener at sentralbanksjefer ikke bør tiltros oppgaven å finstyre økonomien. Med “long and variable lags” før endringer i renten virker inn på realøkonomien, bør sentralbanksjefer nøye seg med å se til at den nominelle pengemengden vokser jevnt og trutt, med en på forhånd kjent prosentstøtse, fra det ene året til det neste. Det var det rådende rådet ved inngangen til 1980-årene.

Paul Volcker, som ble sjef i Fed på høstparten 1979, brukte Friedmans tanker rått, mener Adam Posen. For å få ned inflasjonen, som var kommet opp på to-sifret nivå, dro Volcker til med en strammere pengepolitikk enn noen hadde ventet. Lavere pengemengdevekst fordret høyere rente. Federal funds renten kom opp i 19% i 1981 - mot 6% i 1977. Andre renter steg tilsvarende. Prime rate - den renten bankene tilbyr sine beste lånekunder - toppet seg på 21,5% i desember 1980. Arbeidsløsheten steg også. I 1982 stod 10% av arbeidsvillige amerikanere uten jobb.

Adam Posen er av den oppfatning at Volcker egentlig ikke trodde så voldsomt sterkt på Friedmans teorier. Imidlertid kom de hendinger inn. Gav ryggdekning for Volckers klare ambisjon om å få luket inflasjonen ut av systemet, gjennom en brutal rentepolitikk.

Senere ble da også pengemengdevekst som rettesnor for pengepolitikk oppgitt. Tre forhold lå bak. For det første at sammenhengen mellom veksten i sentralbankpenger (dvs. sedler og mynt i banksektoren, samt bankenes innskudd i sentralbanken) og i publikums pengemengde (dvs. sedler og mynt i ikke-banksektoren, samt ulike typer bankinnskudd) ikke var entydig. Det betyr at selv om det pengeaggregatet som sentralbanken kan kontrollere, vokser jevnt fra det ene året til det neste, er det langt fra gitt at pengemengden eller likviditeten i privat sektor viser samme jevne vekst.

Det andre forholdet har med utviklingen av nye finansielle instrumenter å gjøre. Etter hvert som finansnæringen blir mer sofistikert og nye finansielle produkter introduseres, blir det vanskelig å vite hva man skal mene med penger – dvs. med allment godtatt betalingsmiddel. Å styre etter veksten i nominell pengemengde, når begrepet mangler en klar, operasjonell definisjon, blir vanskelig.

Det tredje – og vanskeligste - problemet med Friedmans anbefaling er at hans forutsetning om en stabil etterspørselsfunksjon etter penger, ikke holder stikk. Om folks etterspørsel etter bankinnskudd plutselig går opp, uten at verken inntekt, formue eller renter er endret, vil den rette politikken være å akkomodere dette ønsket, dvs. tilføre mer likviditet. En beinhardt fastholdelse av Friedmans regel vil føre til høyere rente og en unødig avmatning i den løpende produksjonen.

Firkantede “rules” som Friedmans vekst i pengemengden, blir for enkelt. Sentralbanker må også utvise en viss grad av “discretion” eller skjønn. Adam Posen mener at “inflation targeting” – eller inflasjonsstyring – slik vi nå også har fått i Norge, gir en passende avveining mellom regler og diskresjonær politikk.

Mr. Posen er pragmatiker. Han minner om Churchills ord om at demokrati er en dårlig styreform, men at alle andre som har vært prøvet, er enda dårligere. Og trekker parallellen til inflasjonsstyring.

I debatten om inflasjonsstyring har begrepet “transparency” stått sentralt. Mens Adam Posen tidligere var av den oppfatning at mer gjennomsiktighet alltid er bedre, mener han

nå at det er en grense for alt.² Om jeg forstod herr Posen riktig, kan den sterke fokuseringen omkring stemmegivningen til det enkelte medlem i Monetary Policy Committee ved beslutninger om endringer i renten, ta vekk noe av handlingsrommet for Bank of England. Det er ikke heldig.

Et annet spørsmål Adam Posen har jobbet med er muligheten for å endre et allerede bestemt inflasjonsmål. New Zealand, som var først ut med inflasjonsstyring – i februar 1990 - har gjort dette. I ECB er det klar vegring mot noe tilsvarende. Men, undrer jeg, trenger det gå på troverdigheten løs om man, klok av erfaring og av ny innsikt, endrer måltallet eller målsønen for fremtidig prisstigningstakt? Troverdighet for et lands pengepolitikk har, når det kommer til stykket, mindre med hvorvidt prisstigning er to eller tre prosent å gjøre, enn med hvor godt det går i økonomien sett under ett. Nyere forskning, som det heter, peker i retning av at Phillipskurven, som først var krummet og lå fast (Samuelson-Solow-menyen), for deretter å bli loddrett (Phelps og Friedman), nå ligger fast men likevel er krummet mellom null og fire prosent inflasjon, for deretter å være loddrett (Akerlof, Dickens & Perry³). Det økonomiske rasjonale bak denne teorien er at med to-tre prosents prisstigning blir det mulig å få til nedgang i reallønn uten at nominell lønn senkes. Tilpasningsevnen i økonomien bedres.

Om det er slik, burde ikke da ECB vurdere å endre sitt inflasjonsmål fra mellom null og to prosent til 2,5%, med margin på pluss/minus ett prosentpoeng (slik Bank of England og Norges Bank har)? I samme slengen kunne ECB med fordel tone ned viktigheten av en referanseverdi for pengemengdeveksten, og i tråd med andre land la estimatet på forventet inflasjon være retningsgivende for rentesettingen.

Adam og jeg var skjønt enige om dette. Men ikke på neste punkt. Nemlig om at felles mynt vil endre virkemåten til arbeidsmarkedene i Europa. Når pengepolitikk ikke lenger kan brukes i den innenlandske stabiliseringspolitikken – valutakursen for det enkelte land er borte, og renten er felles – samtidig som Vekst- og Stabilitetspakten setter grenser for hvor kraftig finanspolitikken kan anvendes, da må vel incitamentet til, eller presset for, økt fleksibilitet i arbeidsmarkedet slå gjennom? Nei, mener Adam. Se på Tyskland etter samlingen. Arbeidsledigheten i det tidligere Øst-Tyskland holder seg høy. En felles tysk mark fra 1990 ser ikke ut til å ha gjort noen forskjell. Eller Argentina, fortsetter han. I de siste ti årene har én peso vært lik én dollar. Men løsningen med seddelfond har ikke virket “oppmykende” på realøkonomien. Den økonomiske veksten i landet har stagnert. Og rentenivået i Argentina er mer enn ti prosentpoeng over tilsvarende amerikanske renter.

Israel og Chile derimot, med inflasjonsmål for sin pengepolitikk, har lykket med realøkonomiske tilpasninger. Når tidene er gode, vil folk som blir ledige pga. strukturelle endringer, relativt lett finne nye jobber. Gode tider – snarere enn kriser – baner veien for nødvendige omstillinger. Det er Adams historie.

Mitt moteksempel er som følger: I Finland, etter Sovjetunionens fall, med tilhørende bortfall av finsk eksport, var man tidlig på 1990-tallet på nippet til å godta en lønnsreduksjon på 7% (tror jeg det var) over hele linja. Men i siste liten skar opplegget seg. Resultatet ble en kraftig devaluering, og senere flyt, av den finske marken. Om felles mynt hadde vært på plass i 1990, hadde ikke da Finland tatt tilpasningen via en redusert

² I boken Inflation Targeting: Lessons from the International Experience, Princeton University Press, 1999, som Posen er medforfatter av, er dette spørsmålet trolig nærmere diskutert.

³ Se artikkelen “Near-rational Wage and Price Setting and the Long-run Phillips Curve”, Brookings Papers on Economic Activity, 2000:1

pris på arbeidskraften? Og i så fall, kan man ikke da si at fleksibiliteten i den nominelle lønnsdannelsen øker ved innføring av felles mynt?

Akadmikere skal ikke fatte beslutninger. Å stille relevante og gode spørsmål er viktigere enn å bli enige. På den bakgrunn lar vi Adam Posen få siste ordet: Spørsmålet er, sier han, ikke det snevre om valg av valutakursregime, men "...to what extent can you force structural changes upon an economy?"

Klokken har så vidt rukket å bli tolv. Jeg tusler ut i det vakre høstværet. Finner meg en plass i solen utenfor Starbucks. Denne coffe shop kjeden som nå er helt dominerende, la jeg knapt merke for tre år siden, sist jeg var i Washington D.C. En sandwich med roastbiff, rød, men likevel mør som smør, og et solid krus med kaffe nytes i friluft. Kommer til å tenke på det – mine samtaler i D.C. var meget tørre. Ikke på noe kontor ble kaffe servert. Tradisjon for å kose seg litt – ta en kopp kaffe underveis – er kanskje mer utbredt i Norge enn i USA. På dette punkt er China som Norge. Bortsett fra at der er det te, gjerne av den grønne typen, som serveres.

Dagens samtaler er over. Jeg spaserer Connecticut Avenue ned til sentrum. Etter å ha rotet litt rundt finner jeg frem til Borders Book and Music, min favoritt-bokhandel, på hjørnet av 18th Street og K Street. Setter meg til i kaffebaren inne i bokhandelen. Halvannet times arbeid med å skrive ned inntrykk og å sortere ut resonnementer. Nok en halv time for nøye gjennomgang av bøkene under Economics. Handler en biografi om Allan Greenspan.⁴ Godt fornøyd med dagens innsats trasker jeg de tre kvarterene det tar fra byen og opp til den norske ambassaden, der jeg er så heldig å ha et lite kontor til disposisjon.

V

Onsdag 3. oktober er Pengefondets dag. Fem møter er satt opp. Førstemann ut er en kvinne, Hali Edison. Hun har bodd et par år i Norge. Vi snakker norsk i starten. Men når samtalen dreier over på faglige temaer, glir vi over i engelsk.

I januar 1999 kostet en euro 1,18 dollar. I løpet av de neste par årene sank prisen kraftig. På det billigste til 83 amerikanske cent for én euro. Så styrket euroen seg noe, og har det siste halve året ligget rundt 90 cent. Hvordan forklare denne utviklingen?

Hali Edisons historie har tre elementer. For det første, når tolv valutaer erstattes av én, blir behovet for diversifisering for formueseier i Euroland påvirket. Mens man tidligere oppnådde en viss diversifiseringseffekt ved en portefølje bestående av f. eks. tyske mark, franske franc og italienske lire, er disse tre valutaene, siden 1. januar 1999, "ikke-desimale" enheter av den nye valutaen euro. Diversifiseringseffekten for de tolv EMU-valutaene er borte. For å spre sin risiko må følgende europeiske formuesforvaltere etterspørre fordringer i andre valutaer, og fremst blant disse er dollar.

For det andre har tilbudet av fordringer i euro økt kraftig. Ikke bare ble all statsgjeld i EMU-landene umiddelbart gjort om til euro. Også privat sektor i Euroland har lagt ut store mengder nye lån. I tillegg kommer låneopptak i euro fra land som Argentina og Tyrkia.

Det tredje elementet har med den raske veksten i amerikansk økonomi å gjøre, eller kanskje mer korrekt, med forventninger om vekst. Den noe høyere renten i USA enn i

⁴ Greenspan. The Man Behind Money, av Justin Martin, Perseus Publishing, 2001

Euroland har trukket kapital over Atlanter. Men særlig viktig – og nytt – er utlendingers store investeringer i amerikanske aksjer i år 2000. På netto basis er her snakk om nærmere 200 mrd. dollar. Økt etterspørsel etter amerikanske verdipapirer bidrar til å presse dollaren opp.⁵

Nå som aksjemarkedet har tatt en skikkelig “beating”, NYSE har falt med nærmere 30% fra toppen i mars 2000 og NASDAQ med godt over 60% innser man at Robert Shiller nok var inne på noe i sin bok Irrational Exuberance fra 1999.

En enkel ligning kan kaste litt lys over det som har skjedd.

$$Aksjekurs = \frac{Dividende}{rf + rp - div_{vekst}}$$

der telleren er årets dividendeutbetaling, og nevneren består av

rf = risikofri rente

rp = risikopremie

div_{vekst} = forventet vekst i dividende

Hva som hendte i det amerikanske aksjemarkedet (og vel også i det norske) inntil boblen sprakk for halvannet års tid siden, kan enkelt sammenfattes slik:

- Risikopremien sank dramatisk
- Vekstanslagene for inntjening og for dividende ble kraftig oppjustert

En årsak til at risikopremien faller kan være en gryende erkjennelse av at den altfor lenge har vært altfor høy. I et langt perspektiv har amerikanske aksjer gitt en meravkastning i forhold til fastrente-papirer på 5-6 prosentpoeng pr. år. Samtidig har volatiliteten i avkastningen, ved et tidsperspektiv på 15-20 år, ikke vært særlig mye høyere for aksjer enn for obligasjoner. Når markedet “oppdager” dette, går kursene rett til vær. Pendelen svinger for langt i motsatt retning.

Troen på et varig, positivt skift i produktivitsveksten, i kjølvannet av “den nye økonomien”, ligger bak de optimistiske vekstanslagene for inntjening. Men også forestillingen om en synkende lønnsandel. Når produktivitsveksten ikke innfrir fullt ut,

⁵ På dette punktet skal en merknad anføres. Om en formueseier i Norge ønsker å redusere sin beholdning av aksjer i Norsk Hydro og å øke sin beholdning av aksjer i IBM, trenger det egentlig å virke inn på valutakursen? Vil ikke endringer i aksjekursene være alt som skal til? Formueseieren selger sine Hydro-aksjer for kroner. Deretter etterspør han dollar. I den korte perioden han eier dollar, før han bruker dem til å betale for IBM-aksjene, vil dollaren styrke seg. Men når IBM-aksjene er anskaffet, er også den norske formueseierens behov for dollar forsvunnet.

og når lønnsandelen – heldigvis – slutter å falle, vil prisingen av aksjer i etterkant fortone seg lite realistisk.

VI

Guy Meredith er fra Canada. Han modellerer pengepolitiske reaksjoner på sjokk i valutakurser. Aktørene i markedet, mener Mr. Meredith, har ikke noen klar formening om hva som er den “riktige” valutakursen. Det gir myndigheter, bl. a. de canadiske, en utfordring; nemlig forankring av markedets forventninger til den fremtidige valutakursen. Med troverdig forankring blir det rom for endringer i renten uten at valutakursen trenger å svinge veggimellom. I Canada har man prøvd å måle stramheten i pengepolitikken ved hjelp av en Monetary Condition Index der både rente og valutakurs inngår. I hvilken grad denne indeksen har bidratt til å dempe volatiliteten i valutamarkedet, ville ikke Mr. Meredith ha noen sterk mening om.

Norske erfaringer er av en viss interesse her. Vi har – i overraskende stor grad – klart å holde den internasjonale verdien av kronen stabil. Selv etter at tilbakevendingsregelen forsvant – eller i hvert fall ble kraftig utvannet – ved overgang til inflasjonsmål den 29. mars i år.⁶

Temaet Japan hadde jeg allerede prøvd meg på et par ganger tidligere. Catherine Mann hadde mistet interessen: “Five years ago I ran out of things to say about Japan”, var hennes lakoniske kommentar. Bildet har vært det samme triste de siste ti årene. En ufattelig boom i eiendomsmarkedet på slutten av 1980-tallet, godt hjulpet av en uansvarlig pengepolitikk. En nesten like solid boom i aksjemarkedet. Så sprekker boblene. Verdier faller til godt under det halve av tidligere toppnoteringer. Det gir røde tall i bankene. Aktiva synker i verdi. Lån er uerholdelige. Men innskuddene står der som før. Hvorfor klarer man ikke å rydde opp her?

“Look to Norway”, sier jeg. Vi tok problemene i banksektoren ved vingebeinet. Når ikke privat kapital stilte opp, til sikring av innskyternes penger, måtte offentlige midler inn i bildet. Aksjonærene ble nullstilt, som riktig er. Men bankvesenets soliditet var det ingen som stilte spørsmålstejn ved. Gode låntakere fikk fortsatt lån. Business as usual. I ettertid kunne staten – og skattebetalerne – glede seg over at de endelige tapene ble mindre enn det i en periode så ut for. Oppryddingsaksjonen etter bankmiserene var forbilledlig. Her har vi en eksportartikkel til Japan. Så hva er problemet?

Problemet er, sier Meredith, at embetsverket i det japanske finansdepartementet stenger for en opprydding. Tidlig på 1990-tallet trodde man at Japan kunne “vokse” seg ut av krisen. Med ny fart på økonomien ville røde tall bli sorte. I 1990 hadde Japan en 40-årig suksess-historie å vise til. Svømmet ikke business-blader over med historier om “det japanske under”? Var ikke den japanske ledelsesmodellen, med livslang ansettelse, langsiktige eiere, og nært samarbeid med underleverandører, den amerikanske langt overlegen? Hvorfor bekymre seg? Toppene i det japanske embetsverket følte seg trygge på at stormen ville bli ridd av. Hvem kunne vite at veksten i gjennomsnitt for 1990-årene bare ble på én prosent? Da de gode tidene gikk over i mindre gode, kom det utsagn og løfter som nå i ettertid ikke vil virke særlig flatterende for embetsverket. Bedre å skalke lukene enn å ta feilvurderinger og uheldige beslutninger frem i lyset.

⁶ Mer om dette i mitt notat “Et passende penge- og valutapolitisk regime”, av august i år.

Hvor forskjellig fra erfaringene her på Berget! Et tvers gjennom hederlig – om enn tidvis noe kjedelig – embetsverk gjorde at krisen i bankvesenet ble tatt “head on”.

Mer generelt vurdert tror jeg at et samfunns evne til å håndtere en finanskrise, har med dets evne til fordeling av tap å gjøre. Om salgspriser på fast eiendom og aksjer midlertidig skyter milevis over likevektsnivå, oppstår det røde tall – dvs. tap – i bankenes bøker. Men siden bankenes kreditorer – innskyterne – ikke kan tillates å tape sine penger (minner om erfaringene fra 1920- og 1930-årene), må andre ta tapene. Aksjonærene som har stilt risikokapital til disposisjon, og som får gevinsten når bankene drives bra, er den første forsvarslinjen. Banksikringsfond, som bankene selv har vært med å bygge opp, er linje nummer to. Til sist kommer skattebetalerne.

Enighet og ryddighet hva gjelder håndtering av tapene er viktig om en bankkrise ikke skal utvikle seg til en systemkrise. I Japan har ikke politikerne evnet – eller villet – skjære gjennom sitt eget embetsverk. Tapene står der. Uten å være fordelt. Og hemmer en “kick-start” av den japanske økonomien.

VII

Lunsjen i IMF's stilige restaurant er det ikke noe å si på. Dagens spesial – buffet-lunsj fra Mexico – er en sikker vinner. En stram kaffe til slutt, og jeg er klar for neste runde.

Pengefondets European Department stiller med tre mann.: Subhash Thakur, som flere ganger har ledet IMF's "task force" til Norge; seniorrådgiver C. Maxwell Watson og Alessandro Zanello, sjef for avdelingen som steller med EU-saker. Temaet er EMU. Jeg skisserer kort noen problemstillinger, og Mr. Zanello, som snakker engelsk med en melodios italiensk aksent, er i gang.

Felles mynt i Europa har allerede ført til sterkere konkurranse og strukturelle endringer i vare-og tjenestemarkedene. Vi ser klare tendenser til økt spesialisering, men innen bl.a. post og jernbane gjenstår mye.

Virkningene av felles mynt er klart større i kapitalmarkedene. Den økningen vi har fått i fusjoner og oppkjøp (M&As) ville ikke vært mulig uten euroens inntreden. Bankfusjoner over landegrensene virker det imidlertid vanskeligere å få til. Hvert land vil beholde sine “national champions”. Lamfallusy-rapporten om harmonisering i kapitalmarkedene, er et godt utgangspunkt for videre arbeid her.

I arbeidsmarkedet går tilpasningen tregere. Økende bruk av deltidsarbeid, og noe større villighet til moderasjon i lønnskravene er de gode nyhetene. De dårlige er problemer med endring i incentivstrukturer – dvs. i relative lønninger – og manglende mobilitet, selv innen det enkelte Euroland.

Vi kommer også inn på hensiktsmessigheten av ECB's ambisiøse inflasjonsmål. EUs utvidelse østover kan ha som konsekvens at land som Polen, Tsjekkia og Ungarn tar euroen i bruk. Industrien i disse landene har langt lavere produktivitet enn de eksisterende Eurolandene. Om f. eks. Ungarn tar inn på Tyskland på dette området, samtidig som produktivitetsveksten i ungarsk tjenesteproduksjon ikke viser tilsvarende vekst, vil ungarsk inflasjon, målt ved konsumprisindeksen, ligge klart over tilsvarende tysk inflasjon (Balassa-Samuelson-effekten er i arbeid). ECB styrer etter en harmonisert konsumprisindeks som gjelder for Euroland sett som et hele. Om denne indeksen skal holdes på et gitt nivå, samtidig som nye land tas inn som har en likevektsinflasjon godt

over det dagens Euroland har, følger det at dagens Euroland må redusere takten i sin prisstigning. Kravet om inflasjon mellom null og to prosent blir enda mer krevende å innfri. Og potensielt enda mer kostbart, i betydningen unødig lite fleksible økonomier, med tilhørende unødig høy tall for arbeidsløsheten.

VIII

“We don’t understand exchange rates”, sier Peter Isard som har skrevet en klassiker om temaet.⁷ Betyggende på et vis, så er det to av oss. Men litt trist også. På fagets vegne.

Isard finner, som økonomer flest, dollaren uforklarlig sterk. Enten man vurderer dollarens eksterne verdi ut fra kjøpekraftsberegninger eller ut fra resultatet på driftsbalansen blir konklusjonen den samme. Dersom argumentet om at noe av styrken til dollar de siste par år skyldes økende bruk av dollarsedler i den svarte økonomien – kanskje særlig i Øst-Europa - på bekostning av tyske mark, ligger forholdene til rette for at euoen får et oppsving over nyttår (2002). Da kommer sedler i euro på banen. Med denominasjon på hele 500 euro (tilsvarende 4.000 kr) skulle skumle menn i trench-coats og med små metallic koffertene kunne finne denne pengeenheten interessant.

Vi toucher kort innom Japan. En løsning fra skrivebordet til den fremtredende svenske økonomen Lars E. O. Svensson går som følger: Pøs ut så mye yen at kursen faller kraftig, f. eks. fra 120 til 150 yen pr. dollar. La så Bank of Japan (BoJ) få et inflasjonsmål på 2-3%, der det er like viktig ikke å ligge under som det er ikke å ligge over dette målet. Hold den nominelle renten lav slik at realrenten blir lav, eventuell negativ. Om folk opplever at oppspart kapital faller i kjøpekraft over tid, vil interessen for å kjøpe i dag, ta seg opp. Det underliggende problem i økonomien – nemlig husholdningenes altfor store spartilbøyelighet – finner sin løsning. Og etterspørselen, snarere enn å komme fra staten gjennom opplåning fra husholdningene, kommer fra privat sektor. I tillegg vil en svak yen gi solid stimulans til japansk eksport.

Svensson fokuserer på den makroøkonomiske siden av det japanske problemet. En kraftig pengepolitisk stimulans, etterfulgt av et passende inflasjonsmål, skal sette fart i etterspørselen i privat sektor. Min analyse (kfr. punkt VI over) har fokus på mikroøkonomiske forhold; hvordan fordele tapene i bankenes bøker? Om Svenssons makroøkonomiske grep settes, og har de ønskede effekter, blir fordelingen av tapene lettere; de røde tallene i bankenes bøker slutter å vokse.

Et problem med Svenssons forslag er sentralbankers manglende evne til styring av valutakursen. I tillegg kommer usikkerheten. Vi kan umulig vite om oppskriften ville virke. På den annen side, med Japan så langt ut på tuppa som nå – er ikke tiden moden for å ta noen sjanser? For å sette noen uortodokse grep? Montro om Paul Krugman har rett når han skriver⁸ at andre sentralbanker, særlig Fed, “.... is a smarter institution than the Bank of Japan....?”

⁷ Exchange Rate Economics, Cambridge University Press, 1995

⁸ "The Fear Economy", New York Times, September 30, 2001

IX

Sistemann ut i dag er Stefan Ingves. Han er tidligere visesentralbanksjef i Sverige, født i Finland. Nå leder han en relativt ny avdeling i IMF, Financial Sector Stability Assessment.

“Hur gör man när man ingen pengar har?”, spør Stefan. I næringslivet går bedrifter konkurs. For land finnes ikke en tilsvarende institusjon. Omstendelige forhandlinger må til. Professor Jeffrey Sachs ved Harvard University har lenge argumentert for at en form for konkurs også for land bør etableres. At et land som har kommet skikkelig stygt ut å kjøre, må kunne skrive ned gjelden, for i neste omgang å starte med blanke ark. Man har ikke nådde frem til enighet om dette i det internasjonale samfunn. Arbeidet med slettelse av gjeld for de aller fattigste landene kan kanskje sees som et steg i retning av en slik ordning.

Stefans avdeling, med 270 medarbeidere, bidrar ved oppbygging av den finansielle sektoren i land verden over. Da Sør-Korea fikk problemer i 1998, og statens lånebehov steg, var Stefans folk hjelpelige med etablering av et innlandsk marked for statsobligasjoner. Også på makroplanet kreves kunnskaper og konkrete råd. I disse dager arbeider folk i Stefans avdeling med å få inflasjonsstyring for Brasil til å fungere.

Her er snakk om håndverk og om teknikk. Hvordan gjør man tingene – rent praktisk?

Hvert år setter Stefan Ingves 4-500 oppdrag ut på kontakt til folk som kan det som kreves. I tillegg til at han sender egne medarbeidere ut i felten. Vi er offentlig sektors svar på McKinsey, sier han, ivrig gestikulerende.

I disse tider, med planer om EU-utvidelsen østover, foretar IMF en gjennomgang av det finansielle systemet i alle søkerlandene. Hvordan fungerer betalingssystemene? Hvordan er arbeidet i sentralbanken organisert? Hvordan bedre systemet med overvåking og kontroll av finansinstitusjoner? Hvordan håndterer staten egen gjeld? Hvor god er likviditeten for statsobligasjoner? Har disse papirene en egnet løpetidsstruktur?

Om ett års tid vil folk i Financial Sector Assessment Sector takke ja til invitasjonen fra Norge og ta seg tid til å studere forholdene i våre finansmarkeder.

Det har vært en lang dag. Klokken seks er jeg hjemme. Rekker en rask dusj og ti minutter strekk på køya. Nypusset og pen, av sted til buffet-dinner hos den norske forsvarsattachen. Her er om lag 60 personer samlet. Sikkert mange oberster og generaler blant de dresskledde herrere. Kommer i snakk med en av dem. Oberst i National Guard. Ser ut som han er 28, men må være i midten av 40-årene. Tror ikke jeg tar ham i håndbak. Korrekt og hyggelig. Litt underlig, synes jeg, å snakke med amerikanske militære, i Washington D.C., i oktober 2001. Gir meg en annen følelse enn å snakke med kolleger udi økonomifaget. Glad jeg har mitt fag – og virker som om obersten er fornøyd med sitt.

X

Edward M. Gramlich er en hyggelig mann. På CV-en han har lagt ut på internett står det nederst at han og hans kone Ruth har to barn, Sarah og Robert - begge er gift -, og tre

barnebarn. Stilig. Og at han er Governor – en av syv – i Federal Reserve Board. Sammen med Alan Greenspan og ti andre bestemmer Ed endringer i amerikanske renter.⁹

Tidlig på året 2001 tok Governor Gramlich kontakt med den norske ambassaden i Washington D.C. Han ville gjerne ha litt informasjon om Statens petroleumsfond. På den tiden lå USA an til solide overskudd i statsfinansene. Spørsmålet var hvordan disse overskuddene burde disponeres. I motsetning til amerikanere flest mente Gramlich at man burde vurdere å bruke midlene til kjøp av verdipapirer i andre land.

Jeg trekker frem Alan Greenspans poeng i en tale han holdt i slutten av januar 2001. Der hevder sjefen i Fed, dvs. sjefen til Ed, at skattekutt er nødvendig for å unngå en situasjon der staten må kjøpe aksjer og obligasjoner i privat sektor. Mens Gramlich vil investere ute, vil Greenspan gi skattekutt hjemme. Begge har de som mål å unngå rent-seeking activities, dvs. at amerikanske bedrifter gjør seg deilige for de myndighetene som skal forvalte eventuelle overskudd på statsbudsjettet.

“I don’t buy Greenspan’s argument”, sier Mr. Gramlich. Godt å høre at det er høyde under taket i den amerikanske sentralbanken. I lys av den demografiske utviklingen i årene som ligger foran, mener Gramlich at myndighetene bør ta sikte på økt sparing og på å akkumulere fordringer, men da slik vi gjør i Norge, på statsmyndigheter og næringsliv i andre land.

På kort sikt, de neste 12 til 18 måneder fremover, ser ikke Gramlich tiltakende inflasjon som noen stor risiko. Arbeidsledigheten derimot, kan lett komme til å stige. Han nevner tall på 5,5% til 6%.

På spørsmålet om hvorvidt Fed har behov for et måltall for inflasjonen, mener Ed nei. Fed har all den troverdigheten en sentralbank kan ønske seg. Et tallfestet mål for prisstigningstakten vil hemme frihetsgraden i pengepolitikken og stille unødige store krav til transparens.

Kollega Laurence H. Meyer har et annet syn.¹⁰ Han ser gjerne at Fed formaliserer et todelt mandat - prisstabilitet og full sysselsetting – samtidig som det blir gitt et eksplisitt måltall for inflasjonen, gjerne 2%. Som bildet er i dag har Fed en to-delt oppgave, uten spesifiserte måltall. Greenspans definisjon av prisstabilitet, at prisstigningen skal være så lav at den unngår å påvirke folks beslutninger, har vært presisering god nok, mener Gramlich.

Greenspan har vært dristigere enn sentralbanksjefer flest. Tidlig på 1990-tallet var det en utbredt oppfatning blant amerikanske økonomer om at en arbeidsløshetsrate under 6% ville sette ny fart på prisstigningstakten. Greenspan trodde ikke det. Følgelig holdt han renten lavere enn mange fant forsvarlig. Men Alan har fått rett – i hvert fall så langt. De siste seks årene har arbeidsledighetsraten variert mellom 4% og 5,6%, mens inflasjonen har ligget i intervallet fra 1,6% til 3,4%.

“We have the luxury of not being a small economy”, sier Gramlich når jeg spør ham om en sterk dollar, med tilhørende store underskudd i utenriksøkonomien, er noe problem.

⁹ Beslutninger om endring i renten fattes av Federal Open Market Committee (FOMC). Denne komiteen består av de syv sentralt ansatte Fed-direktørene (governors) pluss fem fra de regionale Fed-avdelingene. Med i alt 12 regionale avdelinger, og med direktøren i New York som fast medlem, blir det fire plasser igjen i FOMC som går på rundgang mellom de 11 gjenværende regionale sentralbank-direktørene.

¹⁰ Remarks by Governor Laurence H. Meyer, "Inflation Targets and Inflation Targeting", at the University of California at San Diego, July 17, 2001.

Og fortsetter: “The dollar will take care of itself.” Synspunktet er det samme som tidlig på 1970-tallet – kfr. finansminister John Conollys utsagn for tre år siden: “The dollar is our currency but not our problem”. Vel, vel. Midt på 1980-tallet ble dollaren Amerikas problem. En dobling av prisen på greenbacks, fra 1,70 tyske mark i 1981 til 3,40 tyske mark i februar 1985, gav en helt uholdbar situasjon for amerikanske eksport- og importkonkurrerende bedrifter. På høstparten 1985 fikk vi Plaza-avtalen der Fed, BoJ og Bundesbank ble enige om koordinerte intervensjoner. To år senere var dollarkursen tilbake på 1,70 mot tyske mark.

Ed Gramlich minnes også denne episoden. Og vi er skjønt enige om at det finnes terskelverdier som, om de overskrides, vil måtte føre til reaksjoner.

Men hvordan kan vi så forstå hva som nå skjer med dollaren? Hvorfor holder den seg så sterk så lenge? Hvorfor tar “alle” feil? Jeg minner om hva Eddie George, sjefen i Bank of England, var så modig å si i Financial Times i år, at han hadde satset på feil hest de siste to årene, i betydningen av at han trodde dollaren ville svekke seg. De store meglerhusene har ikke gjort det noe bedre. Governor Gramlich har antydning til et svar. Han mener at vi i utenriksøkonomien må skille mellom “the driving account” og “the adjusting account”. For tiden – eller i hvert fall inntil nylig – har kapitalbalansen vært den drivende, ved utlendingers sterke appetitt på amerikanske aksjer og rentepapirer. Det gir en sterk dollar og svekket konkurransevne. Handelen med utlandet i varer og tjenester blir tyngre, og driftsbalansen som for tiden er den akkomoderende post, viser store underskudd. Men bildet kan snus. Om amerikanske verdipapirer blir mindre interessante, og fokus rettes mer driftsbalansen, vil dollarkursen falle. Underskudd i handelen med utlandet kan vendes til overskudd. Kapitalbalansen må akkomodere dette overskuddet, i form av nedbetaling av gjeld til utlandet og/eller ved oppbygging av fordringer på resten av verden.

XI

Den amerikanske sentralbanken har et Keynesiansk grunnsyn, forklarer Brian Madigan, Deputy Director in Division of Monetary Affairs. På lang sikt kan pengepolitikken bare påvirke nominelle variable, som prisnivå, nominelle renter og nominell valutakurs. På kort sikt derimot, er det plass for realøkonomiske effekter. Det henger sammen med tregheter i tilpasningen i markedet for varer og tjenester. Helt på linje med hva jeg skriver på i min lærebok “Globale Penger”, som etter planen skal være ferdig til jul. Men som pga. andre gjøremål – som studiereise til USA, med tilhørende rapport - neppe er klar før til påske (den i 2002 får vi håpe).

At Kongressen bevilger betydelige beløp i kjølvannet av 11. september, finner Brian Madigan passende. Han er også Keynesianer hva gjelder nytten av diskresjonær finanspolitikk.

Økte offentlige utgiftene, et dempet aktivitetsnivå og de allerede lovede skattelettelsene gjør at overskuddene på fremtidige statsbudsjetter skrumper kraftig inn. Men verden forandrer seg fort. Om store overskudd skulle bli en realitet, må man bl.a. ta stilling til hvem som skal plassere midlene og hvor de skal plasseres. Nylig gikk ledelsen av Fed i Richmond – en av de tolv regionale avdelingen – ut med klare synspunkter på hvem: Finansdepartementet (Treasury) og ikke sentralbanken (Fed) bør forvalte eventuell statlig

fordringskapital.¹¹ Dette er et finanspolitisk anliggende - ikke et pengepolitisk. Det blir feil om sentralbanken skal bestemme hvilke aksjer eller obligasjoner den statlige fellesformuen skal plasseres i. På sentralbankens aktivaside skal det utelukkende finnes "Treasury bills and bonds".

Brian deler ikke dette synet. Han mener at Fed, som har en stor grad av selvstendighet, lettere vil kunne stå imot politisk press hva gjelder plassering av midlene. Rent-seekers vil ikke så lett nå frem her. Det gjør Fed bedre egnet som formuesforvalter enn Treasury.

I denne debatten må vi si at Norge, ved å la midlene på Statens petroleumsfond bli forvaltet av Norges Bank, kjører Brian Madigans linje.

På det andre spørsmålet – hvor eventuelle statlige overskuddsmidler skal plasseres – stilte Brian seg tvilende til hvorvidt Gramlichs syn, finansinvesteringer i utlandet, ville være politisk gangbart. Gitt at driftsbalansen fremdeles går med underskudd slik at USA fortsatt har et netto lånebehov ute, er det da rimelig at staten øker privat sektors lånebehov ute ved ikke å plassere egne overskudd hjemme?¹² I tillegg, mente Brian, ville det trolig falle en del politikere tungt for brystet om den amerikanske stat i betydelig omfang kjøper verdipapirer i euro. Prestisje og følelser ligger bak, snarere enn det økonomisk sett rasjonelle argumentet om passende diversifisering av porteføljen.

Utenfor USA er omlag 400 mrd dollar i form av sedler i sirkulasjon. Denne seddelmengden kan sees som et ikke-rentebærende lån til USA. Om vi legger 5% rente til grunn, gir dette en årlig inntekt på 20 mrd dollar. Dette er jo ikke småpenger, selv om det bare utgjør 0,2% av verdiskapningen i USA - men mer enn hva USA gir i u-hjelp. Med euroen i form av sedler og mynt fra nyttår 2002 av, vil da ikke dollaren kunne få uønsket konkurranse? Vil ikke de skumle trench-coat-kledde menn vi møtte under punkt VIII finne det av interesse å stappe euro-sedler med denominering opptil 500 euro i sin små koffert, snarere enn bare dollarsedler?

International seigniorage som denne inntekten kalles, hadde ingen av dem jeg til nå hadde møtt hatt noe særlig interesse av å diskutere. Visedirektør Brian Madigan hadde imidlertid tenkt over spørsmålet. Vi kan ikke gjøre mye med det, sier Brian. Men er samtidig smertelig klar over at den institusjonen som ville tape på en slik utvikling, er hans egen, den amerikanske sentralbanken. For det er jo Fed som har ikke-rentebærende sedler (og mynt) på sin passivaside, med tilhørende rentebærende instrumenter på sin aktivaside. Om euroen skulle fremstå som en sterk konkurrent til dollaren på den internasjonale arenaen, vil overskuddene i Fed bli mindre.

Tidlig på 1990-tallet jobbet Brian i presidentens Council of Economic Advisers. Her var også John Taylor, som på denne tiden var opptatt av hvordan den amerikanske sentralbanken vektlegger hhv. inflasjon og produksjonsgap (dvs. differansen mellom realisert produksjon og produksjon ved full sysselsetting) ved beslutninger om endringer i renten. Hans arbeider munnet ut i den nå så kjente Taylor-regelen. Hva synes du om denne regelen? - lurer jeg på. I hvilken grad fanger den opp rentesettingen i Fed?

¹¹ Broadus & Goodfriend, "What Assets Should the Federal Reserve Buy?", Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Richmond, 2001

¹² Økosirken ser slik ut: $(I-S) = (T-G) + (B-A)$. Lånebehovet i privat sektor (I-S) dekkes dels ved overskudd på statsbudsjettet (T-G) og dels ved underskudd på driftsbalansen (B-A). Statens eventuelle finansinvesteringer i utlandet reduserer muligheten for innenlandske låneopptak for amerikanske bedrifter. Desto mer må lånes ut. Imidlertid, må vi føye til, siden det er USA vi snakke om, vil trolig mestparten av utenlandsopplåningen likevel være i dollar, dvs. i egen valuta.

Profesjonen liker den, svarer Brain, underforstått at den vektlegges mindre enn hva akademikere skal ha det til. Ved policy-making har Taylor-regelen “minor impact”, sier Brian Madigan. Men synes kanskje han har gått litt langt – det er jo en akademiker han har foran seg - og endrer uttrykket til “not major impact”.

Også i spørsmålet om måltall for inflasjonen og om transparens (eller gjennomsiktighet) for Fed har jeg en pragmatiker foran meg. Man skal ikke overdrive disse tingene. For presise mål, og for stor grad av åpenhet kan tidvis virke hemmende på virksomheten i en sentralbank, mener Mr. Madigan, og henviser til ECB. Etter hans – og mange andres – oppfatning har Den eurpeisk sentralbanken vært altfor defensiv i sin rentesetting. Det har sammenheng med den firkantede, og selvpålagte, regelen om at inflasjonen skal ligge mellom null og to prosent. Troverdighet, sier Brian, ligger ikke i oppnåelsen av måltall for mellomliggende variable, men i resultater i form av en sund og vekstkraftig økonomi.

En spennende og lærerik samtale går mot sin slutt. Et par – noe teknisk pregede temaer – danner avrundingen. Hvor mye informasjon lar seg hente ut av rentens terminstruktur? - undrer jeg. Skuffende lite sier Brian. Hvilken glede har Fed av indekserte obligasjoner, som man startet med midt på 1990-tallet? - er min neste fundering. Disse papirene har man glede av på to måter, forklarer Mr. Madigan. For det første, statens risiko som låntaker diversifiseres. Her betaler man nemlig en gitt realrente. Om prisstigningen blir lavere (høyere) enn hva markedet forventer, vil slike papirer gi lavere (høyere) kostnader for utsteder enn vanlige obligasjoner. For det andre, når avkastningen på indekserte statspapirer sammenholdes med avkastningen på vanlige obligasjoner, får man et bilde av inflasjonsforventningene til markedsaktørene.

En tredje fordel, tenker jeg, er for sparerne. De får tilbud om å spare i et verdipapir som tar vare på det de er interessert i – nemlig kjøpekraften. Mon tro om ikke tiden er moden for at også Norge – etter overgangen til inflasjonsstyring – etablerer et marked for indekserte statspapirer?

Vi skriver allerede 22. oktober, her jeg sitter og skriver på mine inntrykk fra USA-reisen. I går – søndag – sa vår nye skolestatsråd på TV2-Nyhetene at hun vil gi de skoleflinke et bedre, dvs. mer krevende, tilbud. Tanker jeg gjorde meg innledningsvis (under punkt I), at man i det amerikanske skolevesen har omsorg også for eliten, er altså ikke så fjerne her til lands som jeg tror. Senere, under Sporten, ser vi Thomas Ahlsgaard uttrykke en viss misnøye ved at de nest beste skiløperne er med på høydetreningen i Italia, og dermed ødelegger for de beste. Kanskje tiden er kommet der det ikke lenger oppleves som urimelig at treningsopplegget til de skoleflinke i større grad tilpasses evner og anlegg – slik forholdet er for de skiflinke?

XII

I Brookings Institution møter jeg Ralph Bryant og Barry Bosworth. Begge er vel ansett i det amerikanske økonomi-miljøet. Og begge er litt nysgjerrige på hva jeg vet. Kommer jeg ikke rett fra Fed? Hva mener man der? Jeg gir til beste noen inntrykk. At man er usikker på den økonomiske utviklingen, men at inflasjon ikke ansees som noe problem for tiden. Likevel, det er lett å ta for kraftig i hva gjelder rentenedsettelse. Men samtidig at usikkerheten fortsatt oppleves å være på nedsiden.

Barry mener at usikkerheten ble kraftig forsterket av terrorhandlingene den 11. september. Men at den har vært der lenge. I midten av november i fjor (2000) kom det

signaler fra Fed om at neste renteendring ville bli opp. Men rett over nyttår - 3. januar - besluttet Greenspan å sette renten ned. Hva hendte i denne korte perioden? Hvilke nye opplysninger kom til? Økende arbeidsløshet og svekket "consumer confidence" ble kanskje tolket som at økonomien hadde nådd et vendepunkt?

Fortsatte rentekutt gjennom 2001, fra 6,5% ved inngangen til 2001, til 3,5% tidlig på høsten, tror Barry har sammenheng med nedjusteringer av produktivitetsveksten for de fem foregående årene. Fed er mindre blendet av hvilken betydning ny teknologi har for vekstkraften i amerikansk økonomi. En nedjustering av optimismen har funnet sted.

I en studie fra McKinsey finner man at arbeidsproduktiviteten i USA økte med i gjennomsnitt 2,5% pr. år i perioden 1995-2000, nær det dobbelte av veksten for årene 1972-95, som var på 1,4%. Men veksten er ujevnt fordelt. Seks sektorer – utgjørende 30% av verdiskapningen i USA – stod så godt som for hele denne veksten. Det var "retail, wholesale, telecom, semiconductors, and computer manufacturing". De gjenværende 70% hadde en årlig produktivitetsvekst på bare 0,3% i gjennomsnitt. Sammenfatningsvis konkluderer rapporten: "IT investments had a significant impact on productivity in some industries and virtually none in others."

Når veksten i produktivitet er konsentrert i noen få sektorer, er den kanskje heller ikke bærekraftig på sikt.

Barry Bosworth mener at det var på høy tid med en justering nedover i aksjemarkedet. Tobin's q , som viser verdien av realkapitalen i selskapene, slik den indirekte er priset på børsen, i forhold til det å kjøpe ny realkapital, bør ligge rundt én. Basert på "flow of funds" analyser har den nå sunket fra 1,6 til 1,2.

Mer generelt hva gjelder investeringsraten i USA, er Barry Bosworth i Brookings langt mer avslappet enn sin kvinnelige kollega i IIE, Catherine Mann, rett over gaten. I sin bok¹³ fra september 1999 mener Catherine at dollarkursen vil måtte falle kraftig om to-tre år, med mindre underskuddene på den amerikanske handelsbalansen reduseres merkbart. Barry er uenig. Ettersom underskuddet på handelsbalansen har som konsekvens økte amerikanske realinvesteringer, er ikke spørsmålet underskuddet som sådan, men lønnsomheten av disse investeringene. Om teknolgioptimismen skulle avløses av pessimisme, samtidig som lønn som andel av verdistigningen øker, vil mange investeringer kaste mindre av seg enn forventet. I så fall kan store underskudd på handelsbalansen (eller mer korrekt, på driftsbalansen) bli et problem.

La meg prøve med en parallell til hjemlige forhold. Sett at folk på Lillehammer er noen kløppere til å skape ny virksomhet – alt hva de selv klarer å spare, pluss mer til – går til etablering av nye virksomheter. La de på Hamar være mindre foretaksomme. Hamar-folk nøyer seg med å kjøpe aksjer i nye Lillehammer-bedrifter og å låne penger til dem. Eller de setter pengene sine i Hedmark Sparebank, som låner en ikke ubetydelig del av midlene ut til foretaksomme lillehammerværing.

"Driftsbalansen" som Lillehammer har overfor Hamar, er klart negativ. Men siden vi ikke har tall for dette, er det ikke noe problem. Det blir det først – et problem altså – den dagen ulike virksomheter i Lillehammer går overende. Hamarværing mister verdier både ved at prisen på aksjene de eier synker – eventuelt blir verdiløse -, og ved at lån til bedrifter i Lillehammer ikke lar seg betjene. Hedmark Sparebank kan også få problemer – men ikke de som har lånt penger til banken, dvs. har spart i form av bankinnskudd.

¹³ Is the U.S. Trade Deficit Sustainable?

Ralph Bryant inntar et mellomsynspunkt. Jeg husker fra min samtale med ham for tre år siden¹⁴ at han den gang hadde synspunkter mer på linje med hva Catherine nå gir uttrykk for. Kanskje det at dollaren – snarere enn å svekke seg - har styrket seg siden 1998, uten at det ser ut til å ha skapt store problemer for amerikansk økonomi, har gjort ham noe mer avslappet på dette punktet.

XIII

“Norge er et vanskelig land at have til fædreland”, skrev Ibsen en gang til kollega Bjørnson. Vel hjemme i Norge må jeg bare konstatere at Ibsen og jeg, på dette punkt, ikke er enige.

¹⁴ Borte bra? Samfunnsøkonomiske betraktninger, Cappelen Akademiske Forlag, 2000.