

Working Paper Series 2/12

PÅ VANDRING

Arne Jon Isachsen CME/BI

Juni 2012



Centre for Monetary Economics
BI Norwegian School of Management

ISSN 1503-3031

PÅ VANDRING

På vandring	Side 3
Hva er luksus?	Side 6
Bjørnen sover, eller...?	Side 10
LTRO	Side 14
Maktkamp i Kina?	Side 17
Forvaltningen av Statens Pensjonsfond 2011	Side 20
Et par finansielle innovasjoner – hvem har nytte av dem?	Side 24

Dette arbeidsnotatet setter sammen Månedsbrevet fra årets seks første måneder.

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Januar 2012

PÅ VANDRING

Professor Robert Solow ved MIT synes at økonomenes tendens til å bruke samme modeller, uavhengig av tid og sted, er uheldig. Den rådende tidsånden og hvilke debatter som raser, virker inn på folks beslutninger og atferd. I fremtidens pensum for autoriserte finansanalytikere i Storbritannia vil finansmarkedenes historie få stor plass.

Finanskrisen som var under oppseiling sommeren 2007, og som slo ut i full blomst høsten året etter, har ikke bare lagt økonomien i land som Hellas i ruiner. Også økonomifaget har fått seg et kraftig skudd for baugen. Søkende økonomer er for tiden på vandring. I hvilken retning skal vi gå for å bli bedre fagfolk? Og hvordan bør undervisningen i faget legges om for å unngå eller i hvert fall redusere sannsynligheten for tilsvarende tilbakeslag i fremtiden?

Behov for mindre arroganse

Utfordringen for økonomifaget er ikke primært å kunne predikere konkurser som den av investeringsbanken Lehman Brothers. Hadde vi kunnet det, ville kanskje konkursen vært unngått. Utfordringen er å få en bedre forståelse av virkemåten til økonomien i det enkelte land, og det økonomiske samvirke mellom land.

Om økonomifaget skal trekke til seg gode studenter og også være av praktisk nytte, er det behov for mer og bedre forskning om penge- og finansvesenets utvikling over tid, hevder professor Bradford DeLong ved Berkeley-universitet i California. Men lite skjer. Om samfunnsøkonomene ved universitetene fortsetter med fokus på teori om logiske valg, kan

andre fakulteter, som statsvitenskap og sosiologi, få økt innflytelse når det gjelder undervisning i hvordan et lands økonomi fungerer, frykter han.

Michael Kitson som underviser i makroøkonomi ved Cambridge University i Storbritannia, legger til at faget er blitt altfor matematisk og trenger å åpne seg opp for andre måter å se tingene på. "Økonomifaget må bli bredere, og mindre arrogant", sier han.

Chartered Financial Analyst Society i Storbritannia, som har ansvaret for utdanningen av autoriserte finansanalytikere, hevder i en fersk rapport at en viktig årsak til finanskrisen var at man ikke hadde tatt tilstrekkelig lærdom av tidligere kriser. Finansvesenets historie bør utgjøre en betydelig del av profesjonelle finansfolks utdanning. Betydningen av god likviditet, av psykologiske forhold og av hvilke konsekvenser feilslåtte reguleringer kan få, er det viktig å ha et aktivt forhold til. Og i tillegg er det lurt å huske på at finanskriser ofte etterfølges av statsfinansielle kriser. Slik var det også denne gangen.

Om lag 15 prosent av pensum for finansanalytikere burde være praktisk historie om finansmarkeder, hevder Will Goodhart som er sjefen for Chartered Financial Analyst Society i Storbritannia.

Refleksivitet

Allerede i 1997 konstaterte professor Robert Solow ved MIT økonomers uheldige tendens til å bruke samme modeller, uavhengig av tid og sted. Man finner fram til tallserier over de variable modellene krever, og lar datamaskinen gjøre resten. Men tid og sted er av betydning, sier Solow. Det har sammenheng med begrepet refleksivitet, som George Soros, mannen som tvang Storbritannia ut av fastkurssamarbeidet i Europa i september 1992 og i samme slengen tjente en milliarder dollar, er opptatt av. I økonomien er det slik at hva folk tror og tenker er av betydning for hvordan de handler. For dem som studerer økonomisk historie er det viktig å danne seg et bilde av den rådende tidsånden, hvilke debatter som raser, og hvordan slike forhold virker inn på folks beslutninger og atferd.

Økonomer som tar mål av seg til å forstå sin egen samtid og eventuelt gi råd til politikere, må være tilsvarende spørgende og nysgjerrige. Hva er det egentlig som skjer? Har jeg på plass de rette begrepene for å begripe? Hvilke krefter er i vekst, og hvilke er avtakende i styrke? Hvilke historier er det som går i markedene? Hvordan kan jeg komplettere den økonomiske modellen jeg legger til grunn med kvalitative vurderinger som ikke lar seg fange opp i lange tallrekker?

Finanstilsynet gjør jobben sin

Det er en viktig oppgave for politikere og for dem som driver med økonomisk politikk å prøve å påvirke folks forventninger i ønsket retning, dvs. på måter som stimulerer til en atferd som gir god balanse og sunn, økonomisk vekst. Nylig besluttet Finanstilsynet i Norge at kravet om egenkapital ved kjøp av bolig skulle heves fra 10 til 15 prosent. Samtidig skal det vanligvis ikke avtales avdragsfrihet dersom egenkapitalen er under 30 prosent. Dette er ment som retningslinjer som Finanstilsynet vil følge med på, men ikke som et absolutt krav ved et hvert boligkjøp.

Det er bedre å søke å forhindre en boble i boligmarkedet, enn å skulle rydde opp etter at den har sprukket. Ettersom renten ikke kan heves på grunn av den generelle tilstanden i internasjonal økonomi, synes kravene om økt egenkapital og at det normalt skal betales avdrag både rimelig og fornuftig. At tiltaket i første omgang kan føre til dempet aktivitet i boligbyggingen, må ikke ha som konsekvens at Finanstilsynet unnlater å gjøre jobben sin. Finansinstitusjoner som i frykt for å miste markedsandeler føler seg presset til å gi boliglån utover hva de selv finner rimelig, er trolig glad for denne beslutningen fra Finanstilsynet.

.... og det gjør Norges Bank også

”Et godt samspill (mellom penge- og finanspolitikken), bygger på at de organene som treffer beslutningene, er seg bevisst hvordan egne beslutninger påvirker de beslutningene de andre vil ta”. Det sa vår sentralbanksjef i foredrag i Tromsø i september 2002. Men hvordan få dette til i praksis? ”De finanspolitiske myndigheter kan internalisere det pengepolitiske reaksjonsmønsteret”, sa han videre, og fortsatte slik: ”Handlingsmønsteret til sentralbanken må da være kjent, slik at de finanspolitiske myndighetene kan ta hensyn til det.” Dette er refleksivitet i praksis.

Våren 2002 ble partene i vårt arbeidsmarked enige om store lønnsøkninger til tross for at Norges Bank hadde gjort det klart at lønnsøkninger utover hva som er forenlig med inflasjonsmålet, vil bli møtt med høyere rente. Når banken hadde sagt A, måtte den også si B. Renten ble satt opp. Produksjonen stagnerte, og arbeidsløsheten økte. Partene i arbeidslivet skjønnte tegninga. Moderate lønnstillegg som sikret konkurranseevnen i industrien, ble normen ved de etterfølgende oppgjørene.

Euroens dilemma

Tragedien med euroen ligger i at reaksjonsmønstre man hadde forespeilet, ikke alltid er blitt etterlevd. I 2003 og 2004 skulle Tyskland vært bøtelagt for sin uansvarlige finanspolitikk. Men i stedet ble reglene endret. Tysklands ”ulovlige” atferd ble med ett ”lovlig”. I 2010 og 2011 hendte noe tilsvarende. Etter reglene skulle verken Den europeiske sentralbank eller land enkeltvis bidra til å sikre at andre euroland betjente sin statsgjeld. Men reglene ble brutt. Hellas fikk hjelp. Det forhindret en restrukturering av gresk statsgjeld som burde ha funnet sted for mer enn et år siden. Når reaksjonsmønstre som er gjort kjent ikke etterleves, skapes det uklarheter og usikkerhet.

Dagens dilemma med euro går slik: Man kan velge å stramme kraftig inn på finanspolitikken i 2012, dvs. redusere offentlig etterspørsel. Ettersom man ikke kan forvente noen særlig fart i privat etterspørsel i EU de neste tolv månedene, er dette en oppskrift på nedgangstider. Eller man kan gi seg selv lenger tid. La finanspolitikken være ekspansiv i år, samtidig som tiltak i dag vedtas for konsolidering av de statlige finansene i de enkelte eurolandene fra 2013 og utover. Ved at myndighetene i euroland tidligere har gjort sitt reaksjonsmønster klart, for i neste omgang ikke å reagere som lovet, svekkes troverdigheten av en slik politik

Arne Jon Isachsen

VINTERBREV

Februar 2012

HVA ER LUKSUS?

Hva er luksus? Å kunne gjøre det man har lyst til. Definert slik trenger ikke luksus å koste all verden. Å ta på seg skiene klokken halv ti på Fossum en vanlig hverdag for deretter å rusle opp til Østernvann og videre til Abortjern og over Triungvann opp til Tjæregrashøgda, som ligger 485 moh, og videre til Brunkollen, er luksus for meg. Tar fri fra jobben. Men egentlig med den beste samvittighet. Var på BI på lørdag og fikk gjort unna mye. Alene og i fred og ro. Samme denne andre tirsdagen i februar. Så godt som alene i løypene. Minus fire-fem grader. Godt føre. Lett å smøre. Blå extra.

Luksus har gjerne noe med eksklusivitet å gjøre. At bare noen få har tilgang på godet. Siden de andre må arbeide på en tirsdag mens jeg kan gå på ski, blir preget av luksus mer markant. Dessuten er det bedre å gå når racere i kondomdresser ikke fyker forbi og bikkjer som ikke finner sine eiere, virrer omkring.

Mens andre stuer i marka er stengt mandag og tirsdag, nøyer Brunkollen seg med å holde dørene lukket bare på mandager. Tirsdag har man lenge oppe. Fra klokka tre til syv om kvelden serveres det suppe. På Brunkollen bevilger jeg meg en kopp kaffe og en stor vaffel med jordbærsyltetøy og rømme. Billig. Fikk igjen 55 kroner på hundrelappen. Og godt – man hadde ikke spart på kardemommen i vaffelrøren. Men ikke de beste vaflene jeg har smakt. De lages på Tuvaseter, en snau mils vei fra Ustaoset innover Hardangervidda. ”Men oppskriften min får du ikke”, sier de på Tuva som lager dem, om du spør.

Jeg er tilbake på Fossum i god tid før klokken ett. Og i gang med arbeid hjemme på spisestuebordet en times tid senere.

Stakende innover Triungvann tenker jeg på Hellas. Landet har brukt mer enn det har skapt. Levd over evne. Staten har gått foran. Latt landets innbyggere nyte godt av offentlige goder uten å ha skattlagt de samme innbyggerne nok til å betale for all herligheten. Etter den søte kløe kommer den sure svie. Om staten skal spare, må skattene opp, og de offentlige utgiftene ned. Mens den greske nasjonalforsamlingen vedtar innstrammingspakker, brenner sinte grekere ned flere bygninger i hovedstaden. Ødelegger verdifull realkapital. Ikke særlig hensiktsmessig for en økonomi som sliter med stor gjeld og økende arbeidsløshet. Ikke særlig tillitsvekkende overfor andre euroland som forventes å forstrekke Hellas med ytterligere lån.

Tenker på begrepet ”Hollandsk syke”, som ble mye diskutert på 1970- og 1980-tallet. Denne syken skyldes altfor stor pengerikelighet på det offentliges hender. Når myndighetene får stor tilgang på midler, som de hollandske fikk den gang man fant betydelige mengder gass på slutten av 1960-tallet, og bruker disse pengene friskt, til velferdsgoder som skal sikre den sittende regjering gjenvalg, kan resultatet lett bli svekket konkurransevne gjennom tiltakende inflasjon. Bedrifter i konkurranse med utlandet får dårligere rammebetingelser, og industrien bygges raskere ned enn hva ønskelig er. Ønskelig med nedbygging av industri? Klart det. I alle land som lykkes med økonomisk vekst, vil industrien etter hvert avgi arbeidskraft til tjenesteytende næringer. Ganske enkelt fordi produktivitsveksten i vareproduksjon er langt høyere enn i tjenesteproduksjon samtidig som etterspørselen etter mange typer tjenester stiger med velstandsnivået. Men tingene kan skje for raskt. Ved ”Hollandsk syke” forsvinner industriarbeidsplasser i for høyt tempo.

Norge med sine store forekomster av olje og gass har håndtert ”Hollandsk syke” bra. Men ikke i starten. Motkonjunkturpolitikken på slutten av 1970-tallet var altfor dristig. I 1977 dro vi til med et underskudd på driftsbalansen med utlandet tilsvarende 14 prosent av BNP – langt over det dobbelte av hva Hellas har opplevd de senere årene. Men Norge tok rev i seilen. ”Februartiltakene” av 1978 bestod av solide innsparinger i statens budsjetter og en nedskrivning av kronen på åtte prosent. Skuta rettet seg opp. Godt hjulpet av en dobling av oljeprisene et par år senere.

Hva har Hellas med dette å gjøre? Jo, Hellas har også sin form for hollandsk syke. Den skyldes ikke pengerikelighet på statens hånd ved funn av olje og gass. Men pengerikelighet ved inntreden i den økonomiske og monetære unionen i EU i 2001. Da grekerne tok euroen i bruk, åpnet det seg et enormt vindu mot verden. På utsiden av dette vinduet stod pensjonsfond og andre forvaltere av andres penger, klare til å kjøpe greske statsobligasjoner over en lav sko. Med en horde nye kjøpere av greske statspapirer, sank renten på dem som en stein. Den greske stat kunne finansiere seg til en latterlig lav rente. Og grep anledningen. Offentlige utgifter økte i et langt raskere tempo enn offentlige inntekter.

Men hvorfor dette vinduet? Hvorfor gikk pensjonskasser og andre som plasserer formue, tungt inn i greske statspapirer i det øyeblikket de ble denominert i euro? Fordi forestillingen om at Hellas med euro aldri ville unnlate å innfri sine forpliktelser. Hvor tok de denne forestillingen fra? De tok den ut av tomme lufta. Verre enn det. De burde og kunne visst bedre. For i rammeverket rundt euro het det helt klart at hvert enkelt land – og hvert enkelt land alene – var ansvarlig for egen statsgjeld. På samme måte som amerikanske finansinstitusjoner overbeviste seg selv og andre om at ”prisen på boliger aldri synker” – og på det grunnlaget lånte ut i bøtter og spann til amerikanske husholdninger – for så å oppleve at boligprisene sank med 40 prosent, på samme vis overbeviste ”markedet” seg om at en konkurs fra Hellas ville ikke Tyskland og Frankrike, og heller ikke Den europeiske sentralbanken, tillate. Da ville nemlig euroen komme i spill. Hørt maken til tøv. Som om den

amerikanske dollaren ville kunne komme i spill i 1975 da byen New York var på nippet til å ikke kunne betjene sin gjeld. President Gerald Ford skjønte åpenbart mer enn Merkel og Sarkozy har gjort de senere årene, ved ganske enkelt ikke å innlede noen samtale med borgermesteren i New York om byens økonomiske problemer. De fikk new yorkerne selv ordne opp i.

Angela Merkel, den tyske forbundskansleren, og Nicholas Sarkozy, den franske presidenten, har gjort Hellas en bjørnetjeneste ved ikke å håndtere Hellas slik Gerald Ford i sin tid håndterte byen New York. Trist men sant. Det siger innover dem nå.

I ettertid litt vemodig, på grensen til det pinlige, hvordan økonomer i forkant av innføring av euro fokuserte på hvorvidt landene ville ha noenlunde sammenfallende konjunkturer – for da ville felles valuta med felles rente ikke være så galt – og så bort fra hva som ble problemet, nemlig den enorme tilgangen på lån til lav rente som land med ett stod overfor, i det de tok euroen i bruk.

Det som forståelsegpare forkynte var sikre papirer, er ikke det. Konsekvensen er grei. Tap må tas. Men hvem skal ta tapene? Og hvordan? Det er det ene problemet. Og egentlig det minste. Det andre problemet er hvordan få fart på produksjonen i Hellas

Ivrige, men ukritiske kjøpere av greske statspapirer har seg selv å takke. Frivillig "hair-cuts" kalles det, når eiere av greske statsobligasjoner går med på å få igjen bare halvparten av pålydende. Statens gjeld som andel av BNP kan dermed reduseres fra 160 prosent til 120 prosent, gitt at en del temmelig optimistiske antakelser slår til. Det hjelper. Balansen for Hellas ser penere ut. Men det andre problemet forblir uløst; hvordan få fart på den løpende produksjonen? Hvordan få folk i resten av verden til å kjøpe mer greske varer og tjenester, samtidig som grekerne tar ned eget forbruk?

En nedskrivning av valutaen kombinert med finanspolitiske innstramminger er den tradisjonelle veien å gå. Men Hellas har ingen valuta å skrive ned. Det perfekte virkemidlet i den situasjonen Hellas befinner seg i er ikke tilgjengelig. "Quel malheur", ville franskmennene sagt, hvilken ulykke. Det samme sa argentinerne i 2002. Elleve år tidligere hadde de høytidelig erklært at fra nå av og i all tid fremover skulle én argentinske peso være lik én amerikansk dollar. Det funket bra en stund. Så funket det ikke så bra. Ganske enkelt fordi inflasjonen i Argentina var markant høyere enn den i USA. Man konkurrerte seg ut av markeder. Underveis hadde Argentina gjort store låneopptak i utlandet. Hvordan håndtere en slik situasjon? To grep settes. Man sier farvel til løftet om at én peso skal være lik én dollar. Og man stanser betjeningen av statens gjeld, også den til utlandet.

Hellas er på god vei til å gjøre det samme. Men problemet for Hellas er mer intrikat. En nedskrivning av valutaen krever at man trer ut av den monetære unionen og tar drakmen tilbake som landets pengeenhet. Enorme praktiske og juridiske problem reiser seg, i tillegg til de økonomiske. Men la oss forutsette vekk de praktiske og juridiske problemene. Hva vil Hellas gjøre om drakmen igjen er landets valuta? Skrive den kraftig ned. Når landets valuta faller i verdi, betyr det at utenlandske varer og tjenester stiger i pris. Alle rammes. Og alle rammes likt. Om de nominelle lønningene ligger fast, vil kjøpekraften av pengene gå ned. Reallønnen går dermed ned. Ikke ved færre drakmer i lønningsposen. Men ved at drakmene har mindre kjøpekraft. En devaluering kan således sees som en koordinert å ta ned kjøpekraften til folk flest på. Siden alle rammes likt, vil konsekvenser av en nedskrevet valuta lettere aksepteres. Som det nå er i Hellas, prøver myndighetene å redusere de nominelle

lønningene. Mens greske myndigheter har bare kontroll på lønningene til ansatte i offentlig sektor. Og de vil ikke godta lavere lønn når ikke de i privat sektor er med og tar i et tak. Bedre blir det ikke av at inntekter i privat sektor i Hellas ikke sjelden unndras beskatning. Hvor meget lettere med et pennestrøk å endre én pris, nemlig valutakursen, enn å prøve å endre tusenvis av priser, nemlig alle de eksisterende lønnsavtalene. Samtidig gir en devaluering bedre konkurransevne. Produksjon og sysselsetting kan man påregne tar seg opp.

Om solidariteten i samfunnet ikke er så godt etablert, og skippertaksmentaliteten lite utbredt, da er det ikke enkelt å få gjennomslag for lønnsnedgang over hele fjøla. Egen valuta, som kan skrives ned, finnes det knapt noen god erstatning for.

Hva er luksus? Å kunne gjøre det man har lyst til. I Hellas tyder meningsmålinger på at syv av ti ønsker bibehold av euro som landets valuta. Den luksus det er ikke å ha egen valuta, kan det se ut for at grekerne ikke lenger kan koste på seg.

22. februar 2012

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

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Februar 2012

BJØRNEN SOVER, ELLER ...?

Julaften i fjor protesterte over hundre tusen mennesker i Moskva mot fusk ved valg til nasjonalforsamlingen. Folk er mer opptatt av at det hele går rett for seg enn av hvem som blir valgt og hvor godt de ulike politiske partiene gjør det. Verdighet som et velfungerende demokrati vil gi den jevne russer, står i sentrum.

For vel tyve år siden gjenopptod Russland som en selvstendig nasjon snarere enn som én av femten republikker i Sovjetunionen. Som andre land i den tidligere Warsawa-pakten erfarte Russland fallende fødselsrater og stigende dødsrater tidlig på 1990-tallet. Mens denne trenden ble reversert i de fleste andre landene, varte den ved i Russland. For menn sank forventet levealder fra 64 år i 1990 til 58 år fem år senere. Senere har forventet levealder tatt seg opp igjen.

Det er i dag om lag 13 millioner færre russere enn da Sovjetunionen gikk i oppløsning. Økende innvandring har gjort at folketallet har sunket mindre; fra 149 millioner til 143 millioner. Dagens innvandrere fra Kaukasus og Sentral-Asia snakker mindre russisk enn før.

Russland – ikke så lett å forstå

At Russland, et velutdannet samfunn, urbanisert og ikke i krig med andre land, har en slik utvikling er vanskelig å forstå, sier Nicholas Eberstadt ved American Enterprise Institute. I dag er forventet levealder i Russland lavere enn i Bangladesh og Eritrea, hevder han. Alkohol tar livet av 18 av 100 menn som dør i alderen 25-54 år. Kunnskapsnivået er synkende relativt sett. Russere gjør det dårligere enn tyrkere på kunnskapstester i regi av

OECD, og tyrkerne er ikke langt over bunnen. Det fødes bare om lag 1,5 barn per kvinne i Russland. Det er 56 skilsmisser per hundre ekteskap.

Mens Kina har lyktes med å lage seg et kapitalistisk system som leverer varene – se bare på sammensetningen av kinesisk eksport; kinesere selger omtrent samme typer avanserte produkter som ledende nasjoner som USA, Japan og Tyskland gjør – har Russlands økonomi stagnert. Råvarer og energi er i hovedsak hva den russiske bjørn har å by resten av verden.

Økonomisk fremgang – Putins fortjeneste?

Hva kan det skyldes at russisk økonomi likevel har gjort det så bra under Putin? Tilfeldighetene, svarer professor Michael McFaul ved Stanford-universitetet i California, nyutnevnt amerikansk ambassadør til Russland. Man må skille mellom årsak og virkning på den ene siden og samvariasjon på den andre siden, minner han om.

Høsten 1998 var ikke Russland lenger i stand til å betjene sin statsgjeld. Valutaen ble kraftig skrevet ned, og økonomiske reformer gjennomført. Samtidig tok oljeprisene til å stige. Grunnet for den gode økonomiske utviklingen under Putin ble lagt før han selv tok roret. ”Den russiske økonomien gjør det bra i dag. Men det er snarere på tross av enn på grunn av Putins styre”, skrev McFaul i 2008.¹

Det spørres om ikke McFaul er litt for enkel her. Oligarkene som rundstjal Russland under Jeltsin, og som Jeltsin måtte støtte seg på for selv å bli gjenvalgt som president i 1996, klarte Putin å ta rotta på. Han reetablerte statlig kontroll over strategiske næringer. I stedet for å alliere seg med oligarkene, slik disse hadde forventet, vendte Putin seg til sine gamle våpendragere fra KGB – det sovjetiske hemmelige politi. Ledelsen i Kreml og fremtredende stillinger i samfunnet for øvrig, ble i stor grad befolket av Putins håndgangne menn.

Putin når toppen

Foretak som hadde blitt delt opp under Jeltsin og privatisert, ble nasjonalisert. Store, statlige bedrifter ble utviklet til nasjonale foregangsbedrifter som den jevne russer kunne være stolt av. Det gjaldt særlig i energisektoren hvor statlige Rosneft tok over det private oljeselskap Yukos. Dets sjef, Mikhail Khodorkovskij ble arrestert. Han hadde ikke forstått hvor Putin mente grensen for oligarkers maktutøvelse gikk. Khodorkovskij ble dømt for skatteunndragelse, og Yukos erklært konkurs. Selskapets eiendom tatt over av den russiske staten.

Statlige Gazprom – verdens største gasselskap – tok senere over Sibneft. Det skjedde på mer ryddig vis. Oligarkene Roman Abramovitsj og Boris Berezovskij som hadde slått til seg Sibneft for en billig penge tidligere, fikk rundelig betalt for aksjene sine. Og flyselskapet Aeroflot har konsolidert stillingen etter at hver av de femten republikkene fikk sin bit da Sovjetunionen gikk i oppløsning.

¹ ”The Myth of the Authoritarian Model”, av Michael McFaul og Kathryn Stoner-Weiss, *Foreign Affairs*, January/February 2008. Rent matematisk virker forfatterne noe ustøe. De snakker om en årlig BNP-vekst på 6,7 prosent over åtte år. Samtidig vokser realdisponibel inntekt med mer enn ti prosent. Om realdisponibel inntekt utgjorde 60 prosent av BNP ved starten av perioden, ville den i så fall ha vokst til langt over 80 prosent åtte år senere. I samme periode ble statsfinansene betydelig bedre. Henger dette på greip? Jeg tror ikke det.

Som president i to perioder fra 2000 til 2008 styrte Putin Russland med fast hånd. Da Putin gikk av som president for fire år siden, slik konstitusjonen krever, følte fire av fem russere at de kunne stole på ham. Og nær én av tre ville ha Putin som president på livstid. Forestillingen om at Russland trenger en sterk leder for å lykkes, selv om det kan gå på demokratiet løs, stod sterkt i befolkningen.

Putins stjerne i fritt fall?

Slik er det ikke lenger. En stagnerende, råvarebasert økonomi og utbredt korrupsjon har tært på Putins popularitet. På indeksen for "corruption perception" til Transparency International er Russland rangert som 143, dvs. meget langt nede. Kina på 75. plass har også solid potensial for forbedringer. Men hva som virkelig har gjort at Putins popularitet har rast nedover det siste året – i dag sier 44 prosent at de stoler på landets statsminister, mot 63 prosent for et godt år siden – er to ferske begivenheter. For det første Putins beslutning om på nytt å stille til valg som landets president den 4. mars i år. For det andre omfattende valgfusk til fordel for Putin og hans parti ved valg til nasjonalforsamling den 4. desember i fjor.

Hva slags samfunn er det vi har, tenker nok mange russere, når Putin og Medvedev kan herse slik med oss? En vits på folkemunn går slik: Putin og Medvedev går på restaurant i år 2025. Regningen kommer, og Putin skal til å betale. "Ikke så rask", sier Medvedev. "Det er min tur til å rive i. Jeg er president nå. Du er bare statsminister."

Motstanden mot Putin synes bredt folkelig basert. Ikke konkurrerende politiske partier som i første rekke målbærer protestene. De som protesterer er drevet av sivile og menneskelige verdier, fremfor alt av verdighet, fremholdes det i avisen *The Economist*. Man er mer opptatt av at valg går rett for seg enn av hvem som blir valgt og hvor godt de ulike politiske partiene gjør det. Verdighet som et velfungerende demokrati vil gi den jevne russer, står i sentrum.

Blant dem som sympatiserer med disse protestbevegelsene finner vi Alexei Kudrin, inntil nylig finansminister i Russland, en jobb han hadde i elleve år. I 2010 ble han hyllet som årets finansminister av bladet *Euromoney*. Men det holdt ikke. Da Kudrin gikk åpent ut og kritiserte Putin og Medvedev for å skulle bytte jobb, var Kudrin med ett ikke lenger finansminister.

Stolthet og verdighet

Verdighet er noe annet enn stolthet. Verdighet har noe å gjøre med hva slags folk vi er. Ikke bare med hva vi får til, og som andre gjerne kan la seg imponere over. Vel gjennomførte olympiske vinterleker om et par år kan gi russerne stolthet. Verdighet stikker dypere.

Tar du verdigheten fra et land, mon tro om du da også tar fra det stabiliteten?

I alle land som en gang har vært mektige, ligger overdreven nasjonalisme på lur. Så også i Russland. Men om mye av den folkelige bevegelsen vi ser nå skyldes kravet om verdighet, hvor godt vil Putins strategi basert på appell til fordums storhet slå an?

Vil Putin i tiden frem til valget den 4. mars sterkt undertrykke andre kandidater og sette demokratiske spilleregler ut av funksjon? Med så nær som full kontroll på alle landsdekkende TV-kanaler, og med media for øvrig, har han god anledning til det. Om stadig flere russere ser dette og gremmes over den manglende verdighet ved slik fremferd, risikerer en slik strategi å slå tilbake på Putin selv. En valgomgang nummer to kan det bli behov for, slik Jeltsin erfarte i 1996, før presidentvervet er sikret. For Putin blir vel president igjen? Eller kan vi ikke være helt trygge på at bjørnen sover?

8. februar 2012

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Mars 2012

LTRO

LTRO står for Long-Term Refinancing Operations, et tilbud fra Den europeiske sentralbanken (ECB) til banker i euroland om å låne så mye de bare orket, til én prosent rente i tre år. Den rene gavepakken. Noe ytterligere bidrag til løsningen av de økonomiske problemene i eurolandene kan ikke forventes fra ECB sin side.

I en omskiftlig finansverden dukker stadig nye forkortelser opp. Vet du hva en CDO er? Enn si en CDS eller en ABS (ikke noe med bremsing, nei)? Mens aktørene i privat sektor har ført an med nye forkortelser, følger nå offentlig sektor etter. ECB, som betyr European Central Bank, lanserte sin LTRO nummer én i desember i fjor og fulgte opp med LTRO II i februar, der forkortelsen står for Long-Term Refinancing Operations. LTRO var et tilbud til banker om å låne så mye de bare orket, mot egnet sikkerhet, til ECBs signalrente, for tiden én prosent, i tre år. Den rene gavepakken.

Rent pengepolitisk betyr dette at ECB ikke lenger bare har renten som et virkemiddel, men også tar sentralbankens egen balanse i bruk. Mario Draghi, ny sjef i ECB, følger dermed opp hva hans kollega i USA, Ben Bernanke, gjorde for ett års tid siden med sin QE2, eller Quantitative Easing (kvanitative lettelsler) nummer to, et program der Fed, den amerikanske sentralbanken, kjøpte tilbake tidligere utstedte statsobligasjoner. Hensikten var å drive opp prisen på lange papirer, og dermed renten ned. Samtidig som bankene ble tilført mer likviditet.²

² For mer om QE2 se mitt høstbrev for halvannet år siden. Her er linken <http://home.bi.no/fag87025/pdf/2010.11.Hostbrev.pdf>

Men egentlig hadde Norges Bank allerede gått opp løypa. Etter at oljeprisene falt kraftig midt på 1980-tallet og krona kommet under solid press, tok Norges Bank sin balanse i bruk. Vår sentralbank skuffet på med usikrede utlån til bankene. Ved utgangen av 1988 var 16 prosent av forretningsbankenes funding fra sentralbanken og hele 20 prosent av sparebankenes. Den etterfølgende bankkrisen gjorde at det tok lang tid å avvikle denne ordningen som bare var ment å være midlertidig.

Nærmere om LTRO

I desember i fjor viste ECB stor handlekraft da banken tok markedet helt på sengen ved sin LTRO. Hva skulle banker som forsynte seg kraftig av dette tilbudet gjøre med pengene? En god del av dem gikk til kjøp av statsobligasjoner, hovedsakelig i de respektive bankers hjemland. Særlig populært var det å bruke treårs penger på toårs obligasjoner. For Italias vedkommende sank den effektive renten på slike papirer fra over seks prosent i begynnelsen av desember i fjor til under to prosent i begynnelsen av mars i år. Den statsfinansielle krisen som hadde skapt så store bekymringer i eurolandene, særlig de sydlige, gled over, i hvert fall i første omgang.

Ved LTRO nummer to i februar ble kravene til sikkerhet for lån i ECB noe dempet. Det gjorde det lettere for mindre banker å benytte seg av tilbudet. Samlet sett har ECB ved disse to anledningene lånt ut mer enn tusen milliarder euro til bankene, tilsvarende litt over det dobbelte av verdien på vårt SPU, som betyr Statens Pensjonsfond-Utland, eller Oljefondet som vi sa tidligere.

Noe overraskende gikk Bundesbank med på LTRO. Den tyske sentralbanken ville gjerne hatt en høyere rente på ECBs utlån, men fikk altså ikke gjennomslag for det.

Bakteppet

Med fare for at krisen i Hellas som har ført til en nedskrivning av gresk statsgjeld, skulle smitte over på andre land, var det helt nødvendig å få ned de statlige lånekostnadene i Italia og Spania. Et likviditetsproblem, om det ikke ble tatt tak i, ville ellers kunne utvikle seg til et solvensproblem.

Men hvorfor ikke gjøre som USA, la sentralbanken kjøpe tilbake statsgjeld og på den måte drive prisen på slike papirer opp og renten ned? Nei, ECB har ikke anledning til å kjøpe statsobligasjoner. Derfor måtte den europeiske sentralbanken i stedet sørge for å la de private bankene svømme over av likviditet i forventning om at en del av denne likviditeten ville gå til kjøp av nyutstedte statspapirer. Og ganske riktig, som vi så over, renten på italienske statspapirer – og også andre eurolands – falt kraftig.

LTRO innebar at private banker i euroland kunne låne i sentralbanken til én prosent og kjøpe statsobligasjoner til mellom to og fem prosent, avhengig av løpetid. Man låser inn en margin på mellom én og fire prosent, der staten er motpart både som långiver (ved sentralbanken) og som låntaker (ved finansdepartementet). Hvem betaler gildet? Det gjør skattebetalerne. Som indirekte er med og subsidierer det private bankvesenet i landet.

Et par ting er verd å bemerke i denne sammenhengen. For det første at salget av lange statspapirer har vært langt tyngre enn av korte. For det andre at aktører i det internasjonale finansmarkedet har vist liten interesse for eurolandenes statsobligasjoner. Som man sier i disse miljøene, det er lite "real money" ute og går.

Egenkapitalen i bankene må opp

I og med at bankene må stille sikkerhet for å benytte seg av LTRO-penger, betyr det at "frie aktiva" på de private bankenes balanser går ned relativt sett. Den tradisjonelle finansieringsformen som ligger i at banker utsteder sine egne obligasjoner, vil dermed ha dårligere sikkerhet enn før. Behovet for mer egenkapital øker. Grep må settes i den treårsperioden LTRO gjelder for, der siktemålet er å øke egenkapitalandelen i bankene. Det vil legges forholdende bedre til rette for langsiktig funding fra private kilder.

Mange er bekymret for at LTRO tar vekk incentivene for en nødvendig omstrukturering av bankene i euroland. I stedet vender de seg til billig funding fra ECB.

Hva med realøkonomien?

Det er forholdene på bakken som teller, sier man i det militæret. Det er forholdene i realøkonomien som teller, sier vi i økonomifaget. Penge- og finansvesenet i seg selv løser ikke problemene med høy arbeidsledighet, lav sparing, dårlig skattemoral, slette offentlige finanser, lite innovasjonsevne og lav investeringsvilje.

Mario Draghi skjønner dette bedre enn de fleste. "Ballen er nå på banehalvdelen til regjeringer og andre aktører i økonomien", sier han. De må bidra til å støtte oppturen som alle håper snart kommer. Utsiktene de neste tolv månedene er ikke de beste. ECB legger til grunn en økonomisk vekst på minus 0,1 prosent i 2012. Det er lite å møte høy arbeidsledighet med.

Sammenfatning

Ved LTRO har ECB løst likviditetsproblemet i markedet og bankenes funding problem. I tillegg har man gitt bankene mulighet til å øke inntjeningen, noe som kan gi bedret egenkapitalandelen i fremtiden. På toppen av det hele kan de statsobligasjonene banken kjøper for pengene, i seg selv deponeres i ECB som sikkerhet for nye lån. Således oppnådde Mario Draghi tre ting; funding til bankene som fjerner likviditetskrisen; lavere statsrenter; og høyere egenkapital i bankene. Ikke så dårlig med ett tiltak?

30. mars 2012

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

April 2012

MAKTKAMP I KINA?

Nylig ble sjefen i Chongqing-provinsen, Bo Xilai, fjernet fra sin stilling. Bo Xilais uortodokse metoder og korruperte livsførsel ble anført som årsaker. Men dypere sett var årsaken en annen: Ved å appellere til folket direkte, og det med stort hell, var Bo i ferd med å skaffe seg en uavhengig og solid plattform for egen makt, nemlig folket selv. Det tålte ikke Det kinesiske kommunistpartiet.

Bo Xilai var en mektig mann. Ikke nå lenger. Uten forvarsel ble han i mars i år fjernet fra sin stilling som partisekretær i Chongqing-provinsen i Kina, et byområde med nær 30 millioner innbyggere. Partisekretæren er den mektigste mannen i provinsen. Det er i alt 31 provinser i Kina, inklusive fire store byer og fem autonome områder. Tidligere hadde Bo vært ordfører i byen Dalian nord i Kina og også handelsminister i noen år.

Til høsten er det lederskifte i Kina

Til høsten skal toppledelsen i Kina skiftes ut. Da har duoen Hu Jintao og Wen Jiabao sittet i to perioder på hver fem år. Ytterligere fem av den ni mann store faste komitéen for Politbyrået til Det kinesiske kommunistpartiet skal skiftes ut. Det betyr at bare to blir igjen i denne komitéen som er Kinas øverste beslutningsorgan, nemlig Xi Jinping som tar over for Hu som generalsekretær i Partiet, og Le Keqiang som tar over for Wen som statsminister. Denne siste overgangen av makten finner sted i mars neste år.

Bo Xilai, som er sønn av en gammel kommunisthelt, fikk kjørt seg kraftig av Maos rødegardister under Kulturrevolusjonen fra midt på 1960-tallet og et stykke ut på 1970-tallet. Det fikk hans far også, som satt mange år i fengsel. Etter å ha blitt strippet for jobben som partisekretær i Chongqing, ble Bo Xilai i april kastet ut av Politbyrået, hvor han hadde sittet i nesten ti år. Kinesiske myndigheter har nylig bebudet at en omfattende rettssak vil bli reist mot Bo (som er etternavnet – i Kina skriver man det først). Tradisjonen fra Mao-tiden er heldigvis over; der den som mister posisjon, også mister livet.

Bo Xilai – en trussel mot det etablerte

Hvorfor denne misnøyen med Bo Xilai? Hadde han ikke tatt kampen mot korrupsjon skikkelig på alvor i Chongqing? Kommet mafiaen i området til livs. Hadde han ikke høynet moralen til den jevne ”chongqinger”, ved å la sanger fra Mao-tiden runge ut i eteren og ved å innprente gode dyder som flid og måtehold? Og hadde han ikke vært en pådriver for en bedre integrering av by- og land-områder i provinsen sin? ”By og land, hand i hand”, som det het i Arbeiderpartiets slagord i Norge på 1930-tallet, syntes retningsgivende også for Bo Xilais virke i Chongqing.

Ord er én ting. Handling noe annet. Alt snakk om kamp mot korrupsjon blir ikke troverdig når sønnen kjører rundt i en rød Ferrari, og familien for øvrig etablerer forretningsvirksomhet basert på forbindelser, og velter seg i penger. Bedre ble det ikke av at mange av de tiltakene Bo satte i verk for å komme korrupsjonen til livs, var både brutale og ulovlige – som bruk av tortur, konfiskering av eiendom og fengsling uten lov og dom. Dessuten, å legge seg så kraftig ut med kapitalkreftene er ikke risikofritt, heller ikke i Kina. Bo har samlet på seg mange fiender siden han kom til Chongqing.

Men den viktigste grunnen til at Bo Xilai møtte veggen, var at han satte seg ut over spillereglene til Det kinesiske kommunistpartiet. Bo er ikke alene om å hente ut penger av sin politiske posisjon. Utallige er de kadre i Partiet som er blitt rike på politikk. Fru statsminister Wen Jiabao lever et mer luksuriøst liv enn statsministerlønnen tilsier. Bo Xilai er heller ikke alene om å bedrive nepotisme, dvs. bruke sin politiske makt og sine forbindelser til å sikre medlemmer av egen familie urimelige fordeler. Sønnen til Hu Jintao, øverst sjef i Kina i dag, var involvert i en korrupsjonssak i Afrika sommeren 2009. Saken ble dysset ned. Xi Jinping, påtroppende toppsjef i Kina, har hatt både sønn og datter som studenter ved Harvard University. Preg av nepotisme? Eller ville de kommet inn om ikke pappaen var nestformann i Det kinesiske kommunistpartiet?

Nei, den viktigste grunnen til at det kinesiske lederskapet har satt foten ned for Bo Xilai, var at han gikk utover regelboken. Med sin folkelige appell, sitt oratoriske talent, sine mange reiser og taler og sine populære saker som kamp mot korrupsjon og utbytting tross alt er, fremstod Bo i mange sammenhenger som en vestlig politiker, med stor appell til sine velgere. Problemet i Kina er imidlertid at man der ikke har velgere. I en ettpartistat finnes det ikke alternativer å velge mellom. Ergo ingen valg, annet enn på grunnplanet, dvs. i de vel 700.000 landsbyene landet rundt.

Ved å appellere til folket direkte, og det med stort hell, var Bo i ferd med å skaffe seg en uavhengig og solid plattform for egen makt, nemlig folket selv. Denne makten ønsket Bo Xilai å bruke for å komme med i Politbyråets faste komité. At hans popularitet og

gjennomslag i Chongqing og i resten av Kina skulle bli så stor at man ganske enkelt ikke kom utenom Bo når syv nye medlemmer til den faste komitéen på ni skulle pekes ut.

”Noen av oss har snakket sammen”

Regelboken for Det kommunistiske partiet i Kina tilsier at alt av betydning foregår på kammerset. ”Noen av oss har snakket sammen”, sa Einar Gerhardsen i sin tid i Norge, da han var leder for Arbeiderpartiet. Slik er det heldigvis ikke lenger. Politiske beslutninger foregår i det åpne rom i Norge i dag. Eller i det minste blir etterprøvet og gransket nøye i det åpne rom etter at de er fattet.

Kina er intet demokrati. Her er intet åpent rom for politiske beslutninger. Eller for etterfølgende nøye granskning av dem. Om noen ønsker å skape åpne rom i politikken, vil han eller hun være en trussel mot systemet. Ettpartistaten ville kunne komme under press. Det ville ikke de andre lederne være med på. Og Bo ble tatt ut.

Bo Xilai og Richard M. Nixon

Partisekretær Bo Xilai misbrukte sitt embete. President Richard M. Nixon gjorde det samme. Men til forskjell fra Kina i dag, var det en ryddig prosess som fulgte i kjølvannet av Nixons befatning med innbrudd på demokratenes valgkontor i Watergate-komplekset i Washington D. C. Det amerikanske politiske systemet ble rystet over presidentens atferd. Men systemet som sådan var aldri i spill. Demokrati er robuste saker.

I Kina har man ingen fastlagt prosedyre for å håndtere situasjonen som har oppstått i forbindelse med at Bo Xilai har fått sparken.

Demokrati neste?

Skandalen med Bo Xilai har gjort kinesere både sinte og flau. Når eliten i Partiet utpeker så korrupte ledere, er det ikke da bedre om det kinesiske folket velger sine ledere selv?

Et ettpartisystem kan være effektivt. Men sjelden robust. Før eller senere går den ettpartistaten Folkerepublikken Kina er, opp i liminga. Da kan et demokrati – gjerne med kinesiske kjennetegn – vokse frem. Den politiske selvransakelse som finner sted i Kina i kjølvannet av den krisen som Bo Xilai har forårsaket, kan bane veien for en slik utvikling.

26. april 2012
Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside
<http://home.bi.no/fag87025/>

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Mai 2012

FORVALTNINGEN AV STATENS PENSJONSFOND 2011

Håndteringen av finansielle investeringer som gjøres av våre to statlige pensjonsfond, er både profesjonell og skikkelig. Og ikke mindre viktig, åpen og etterrettelig.

Ved utgangen av 2011 stod det 130 milliarder kroner på Folketrygdfondet, som nå heter Statens Pensjonsfond Norge (SPN) og 3.300 milliarder kroner på Oljefondet, som nå heter Statens Pensjonsfond Utland (SPU). Det betyr at statens finansielle investeringer i det store utland er om lag 25 ganger større enn i Norge og nære naboland.

Ord er viktig. Folketrygdfond og Oljefond er gjort om til Pensjonsfond. Vitsen er å skape de rette assosiasjoner. Pensjonsfond hører fremtiden til. Penga der tuller man ikke bort på spekulativt vis.

Allerede i St.meld. nr. 25 (1973-74) om innpassing av petroleumsvirksomheten i norsk økonomi, var ambisjonen klar: Å utvikle "et kvalitativt bedre samfunn". Denne formuleringen gjentas i Meld. St. 17 (2011-2012) – Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011 – der man også legger til "... med trygghet for den enkelte og solidaritet over generasjonene."

Her er snakk om veldig mye penger ...

Om prognosene i meldingen slår til, er det like store verdier igjen i bakken som det er på konto. I så fall vil SPU bli på nær 7.000 milliarder kroner. Det vil tilsvare vel to ganger den årlige verdiskapningen i Norge (BNP). Med en handlingsregel som tilsier at vi kan bruke fire prosent av noe som er det dobbelte av BNP, kan vi nordmenn påregne gratis lunsj tilsvarende åtte prosent av BNP hvert år i all tid fremover.

Fire prosent tilsvarer forventet realavkastning. Om denne forventningen slår til, vil realverdien av fondet stå seg over tid. Oljefondet er som en Sareptas krukke – det blir aldri tomt.

... men mange er likevel skuffet

Mye vil ha mer. Mange er skuffet over at oljemilliarder ikke drysses utover det eller de prosjektene den enkelte brenner for. For egen del synes jeg at flinke forskere som har levert gode arbeider, skulle få langt romsligere bevilgninger for forskning på ting de selv er opptatt av og nysgjerrige på. I tillegg burde nordmenn som kommer inn på doktorgradsprogram på et av verdens, la oss si femti, høyest rangerte universiteter, automatisk få dekket utgifter ved slike studier. Det de lærer der, vil ha stor verdi for utviklingen av det kunnskapsbaserte Norge, som så mange snakker om. Vårt beste universitet, det i Oslo, er rangert som nummer 181.

Andre er oppgitt over dårlig standard på norske veier og jernbane, over lange køer i helsesektoren, eller over for dårlig tilbud til våre gamle. På den annen side, om folk flest var såre fornøyde med politikernes bruk av oljemilliardene, ville vi sikkert brukt for mye. At det tidvis klages over at oljemilliarder ikke brukes til dette og hint, kan tas som et kriterium på ansvarsfull husholdning med disse midlene. Nordmenn må som andre, budsjettere innen gitte rammer.

Med temmelig jevne mellomrom kommer en professor – norsk eller utenlandsk, eller en forretningsmann – norsk eller utenlandsk, opp med en glimrende idé om hva oljemilliardene burde brukes til. Klart at det som gjøres ikke er optimalt. Knappt noe i denne verden er det. Men den håndteringen av oljerikdommen som gjøres av våre to statlige pensjonsfond, er profesjonell og skikkelig. Og ikke mindre viktig, åpen og etterrettelig.

Om du tviler på det, les de vel 130 sidene som Meld. St. 17 (2011-2012) består av.

Høye ambisjoner ...

”Departementets ambisjon er at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond”. Så står det å lese på side 10 i meldingen. Den departementale beskjedenheten glimrer med sitt fravær her. Men hvordan måle hvor god man er? Her er flere dimensjoner enn realavkastning over tid, eventuelt målt mot en egnet indeks.

Myndighetene har etiske retningslinjer for virksomheten. Selskap som medvirker til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettigheter (Wal-Mart); som står for alvorlige miljøskader (Norilsk Nickel); produserer klasevåpen (Textron); eller tobakk (Philip Morris)

skal SPU ikke eie aksjer i. For perioden 2005-2011 ville avkasningen vært vel 10 milliarder kroner høyere uten slik utelukkelse. "Mindreavkastningen som følge av utelukkelsen", konstaterer man på side 104 i meldingen, "er på linje med de samlede forvaltningskostnadene siden 2005." Nøkternt og saklig. Ikke noe forsøk på å feie tingene under teppet.

Denne mindreavkastningen må i stor grad tilskrives tilfeldigheter. At en portefølje uten aksjer i tobakkselskap – omtrent alle de "tapte" milliardene kan henføres hit – over tid gjør det systematisk dårligere enn en aksjeportefølje med slike selskaper, virker ikke veldig sannsynlig.

... med etiske vurderinger som ikke er så enkle

De etiske vurderingene som ligger bak noen av de selskapene som er trukket ut, er ikke alltid like enkle. Wal-Mart er trukket ut pga. brudd på menneskerettigheter. Med sine innovative måter å organisere produksjonen på, gjennom internasjonale "supply chains", har Wal-Mart trukket perifere land inn i internasjonalt varebytte. Det gir bedre grunnlag for egen økonomisk fremgang. Videre har Wal-Mart bedret levestandarden for millioner av kunder, ganske enkelt ved å tilby nødvendighetsvarer til lavere pris. På linje med hva Ikea gjør for møbler og innredninger.

Miljørelaterte investeringer er en annen etiske preget satsning. Etter retningslinjene for SPU bør investeringene her ligge i intervallet 20-30 milliarder kroner. I 2011 fikk SPUs miljørelaterte investeringer en avkastning på minus 23 prosent. Om selskaper som driver med sol- og vindkraft gjør det bedre i tiden fremover, vil noe av det tapte her tas inn.

Hvem er flinkest?

Hvor godt har SPU gjort det i forhold til SPN? To tabeller (side 73 og side 84) gir grunnlag for å vurdere dette spørsmålet. Der har man blant annet beregnet informasjonsraten for de to fondene. Det er et risikojustert mål som forteller hvor mye meravkastning en forvalter har oppnådd målt mot den risikoen han har tatt. For SPU er informasjonsraten 0,35 for perioden 1998-2011; for SPN 0,38, dvs. Folketrygdfondet har gjort det marginalt bedre enn Oljefondet.

At begge tallene er positive, er ingen selvfølge. Mange forvaltere sliter med negativ informasjonsrate. Det betyr at de tar risiko uten å få betalt i form av bedre avkastning.

Pepper til sentralbanksjefen?

Kravet om måtehold i bruken av oljepenger toppet seg for noen måneder siden i sentralbanksjefens årstale i februar. Med en realavkastning på bare 2,7 prosent i snitt over Oljefondets levetid til nå, gikk Øystein Olsen inn for at handlingsreglen skulle endres fra 4 prosent til 3 prosent. I Meld. St. 17 bruker Finansdepartementet 3 ½ side på å imøtegå landets sentralbanksjef – og dermed han med det operative ansvaret for forvaltningene av midlene i SPU. Ved å ta perioden 1900-2011 og dele den inn i rullerende 15-årsperioder, vil man se at den årlige realavkastningen for et fond med tilsvarende portefølje som vårt eget Oljefond, varierer fra minus 2-3 prosent til pluss 10-12 prosent. Som snitt over hele perioden var realavkastningen 4,8 prosent, konstateres det i meldingen.

Den relativt lave avkastningen i perioden 1997-2011 skyldes lave realrenter, samt at Price/Earnings for aksjer gjennomgående har falt, dvs. det tallet man ganger avkastningen på aksjen med for å komme frem til kursen. Etter departementets syn må dagens situasjon, preget av lave og til dels negative realrenter, betegnes som ekstraordinær. En bør derfor "... være varsom med å endre anslagene for forventet realavkastning av SPU ..." I departemental språkdrakt er ikke dette en porsjon pepper?

Mon tro om ikke finansminister Sigbjørn Johnsen i stedet skulle sendt en liten blomsterkvast til sentralbanksjef Øystein Olsen? Hvorfor det? Fordi Olsens utspill har bidratt til en dreining av debatten i Norge. Fra hvor *mye mer* enn 4 prosent vi kan bruke av Oljefondet, til hvor *mye mindre* enn 4 prosent vi bør bruke.

Det blir lettere å være finansminister om stemningen i folket skifter i retning av mer forsiktighet i den løpende pengebruken.

11. mai 2012

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

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Juni 2012

ET PAR FINANSIELLE INNOVASJONER – HVEM HAR NYTTE AV DEM?

Om børser for omsetning av verdipapirer er organisert som aksjeselskap med sikte på å tjene mest mulig penger, kan det bli vanskelig å holde tunga rett i munnen. Det kan peke i retning av at børser fungerer best som statlige monopoler.

Exchange-traded funds (ETF) ble først introdusert på børsen i Toronto på slutten av 1980-tallet. Slike fond investerer pengene over et bredt spektrum av verdipapirer, samtidig som andeler i fondet handles over børs. Kjøper du deg inn i et slikt fond, er du således både diversifisert og likvid.³

Vanligvis følger et slikt fond en indeks. Her finnes ETF-er som er ”sharia-compliant”; som er ”grønne”; som har fokus på fremvoksende økonomier; eller hva det skal være.

Etter at dot.com boblen sprakk tidlig på 2000-tallet, la mange investorer mer vekt på å være godt diversifisert. Det gav vekst i exchange-traded funds.

³ Denne artikkelen bygger på Special Report, Financial Innovation, i *The Economist* 25 February 2012, samt ”Investing not betting”, utgitt av *Finance Watch*, April 2012.

Enkle og syntetiske fond

Man skiller gjerne mellom "plain vanilla" ETF-er og syntetiske ETF-er. Den første typen, som vi kanskje kunne kalle enkle ETF-er, er enkle. De som driver fondet, kjøper fysisk de aksjene (eller andre verdipapirer) som inngår i indeksen som fondet skal følge. Og det er det.

I et syntetisk fond tar man pengene som investor kommer med, og kjøper andre verdipapirer enn dem som inngår i indeksen fondet skal følge. Dernest bytter man (swapper) avkastningen disse andre papirene gir med avkastningen på den indeksen fondet skal følge. Om alt går bra, får investor i ETF-en den avkastningen han skal ha og alt er fryd og gammen.

Men her sniker en ny type risiko seg inn. Om motparten til swappen ikke skulle makte å innfri sine forpliktelser og går konkurs, blir ETF-en sittende igjen med en bunke papirer som ikke trenger å ha den minste likhet med indeksen fondet har sagt det skal følge.

Fra reguleringshold har man stilt seg spørsmålet om banker velger å lage slike ETF-er for å swappe fra seg illikvide utlån på egen balanse. I så fall får banken tilgang på mer cash ved at dens eget ETF kjøper disse utlånene. Banken kan dermed over egen balanse øke utlånene til sine kunder.

Dette er en form for verdipapirisering via bankens eget ETF. Men her skjer alt innen familien. Det betyr at banken, gjennom sitt exchange-traded fund, blir sittende igjen med kredittrisikoen på sine utlån.

Lynraske algoritmer og kraftige datamaskiner

Ved *high-frequency trading (HFT)* bruker aktørene egne penger og egne algoritmer. "Quants", talentfulle tallknusere, lager disse algoritmene eller reglene for lynraske kjøp og salg av aksjer. I 2011 kunne om lag 60 prosent av all aksjehandel over børs i USA kategoriseres som HFT, mot 40 prosent i Europa.

Den 6. mai 2010 falt aksjemarkedet i USA med nesten ti prosent på få minutter. Fallet ble neppe utløst av high-frequency trading. Men slik handel bidro til ukontrollert salg av aksjer og sørget således for at fallet ble raskere og dypere.

Folk som har lokaler tett innpå datamaskiner til børser, kan ta fetere leie enn før. Hvorfor det? Fordi kortere fysisk avstand innebærer noen mikrosekunders fordel. Ved automatisert kjøp og salg av aksjer er det en fordel det er verdt å betale for.

En konsekvens av HFT er lavere bid-ask spread i markedet, dvs. forskjell mellom salgskurs og kjøpskurs er mindre. Tradisjonelt er det en indikasjon på bedre likviditet i markedet. Alt annet like må vel dette være en fordel, fremholder tilhengere av HFT.

Men alt annet er ikke likt, hevder de som ikke liker high-frequency trading. Ved HFT står ordren ofte bare i noen mikrosekunder. Algoritmen som brukes, ser til at den trekkes fort. Det blir ingen handel ut av slikt. HFT gir skinn av å bedre likviditeten i markedet, men realiteten er det motsatte.

Manipulering av markedet?

Mer alvorlig, high-frequency trading kan brukes for å manipulere markedet. En vanlig strategi er såkalt ”smoking”. Man legger ut fristende ”limit orders” for å trekke til seg tradere som er mindre kjappe – røyke dem ut. Så endrer man egne ordrer. Om motparten ikke er våken nok, kan man selv profitere på en slik strategi.

I velfungerende annenhåndsmarkeder der prisingen av aksjer og obligasjoner skal reflekterer fundamentale verdier, er det lite meningsfylt at mekanisk anvendelse av matematiske algoritmer skal bety så mye for prisingen.

Om vi tar i betraktning at talentene til dem som lager disse algoritmene kunne vært anvendt på langt nyttigere vis, blir det enda en grunn til å vurdere endringer i regelverket. Et enkelt grep kunne være å legge en avgift på ordrer som legges inn, eventuelt en avgift på ordrer som trekkes ut.

Dette siste har Oslo Børs nylig gått ut med forslag om. Dersom det er mer enn 70 ordrer pr. handel, blir det en avgift på fem øre. Denne avgiften trer i kraft 1. september. Hensikten er å begrense støyen, dvs. alle ordrer som legges inn av high-frequency traders, men som ikke blir effektivt. Slike ordrer medfører økte kostnader, sier man ved Oslo Børs. Man kunne også stilt spørsmålsteget ved nytten av high-frequency trading mer generelt.

Litt mer om børser

Konkurransen mellom børser som selvstendige, profittmaksimerende foretak, startet med ”Big Bang” i London i 1986. Et liberalt regelverk der børser først ble gjort om til foretak og deretter privatisert, var modellen mange land etter hvert gikk for.

Som andre aksjeselskap måtte da også børser reise kapital for å drive sin virksomhet. Med ny teknologi er det snakk om store penger. Preget av å være en ”public utility”, dvs. et foretak som skal tjene samfunnet noe bredere enn bare å sikre eierne størst mulig avkastning, blir mindre fremtredende.

Mange reiser nå spørsmålet om hensiktsmessigheten av den nye måten å organisere omsetningen av verdipapirer på. Hva som skjer i annenhåndsmarkedet har fått stadig mer oppmerksomhet. Men ettersom det som skjer i førstehåndsmarkedet – nemlig se til at foretak får tilført nye midler til riktige priser – er det viktigste, er denne utviklingen lite heldig.

Små investorer har kommet dårligere ut. Når børser helt mister preget av å være katedral, blir de små mer som hår i suppa. Nå gjelder det å tjene penger på omsetningen av eksisterende produkter og på derivater avledet av dem. Det innebærer utviklingen av komplekse og risikofylte produkter med hyggelige marginer for dem som selger dem. Og børser må utvikle avansert teknologi for å holde orden på den stadig mer kompliserte handelen.

Var alt så meget bedre før?

Tidligere tiders nasjonale børser hadde en viss monopolsituasjon. Økonomisk sett var de mer robuste og hadde et bredere perspektiv på sin virksomhet enn maksimering av profitt. I den grad en børs er for "public utility" å regne, trenger det ikke være noe galt i det.

Noe høyere transaksjonskostnader, der inntektene det gir børsen, går til utvikling av et bedre førstehåndsmarked hvor også mindre bedrifter kan hente inn ny kapital, er ingen ulykke. Om en slik organisering gir mulighet for bedre overvåking av kapitalmarkedene generelt, samtidig som de høyere avgiftene demper "noise trading" som HFT og lignende, så meget desto bedre.

En verdipapirbørs må kombinere oppgaven å organisere en markeds plass med rollen som tilsynsmyndighet eller overdommer. Det krever fullstendig upartiskhet. Om børsen er organisert som aksjeselskap med sikte på å tjene mest mulig penger, kan det bli vanskelig å holde tunga rett i munnen. Det peker i retning av at børser fungerer best som statlige monopoler.

11. juni 2012

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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

Working Paper Series

- 1/07 **Isachsen, Arne Jon**
Globalisering
- 2/07 **Houg, Kjetil, Steinar Juel og Frank Jullum**
Økonomiske paradokser
- 3/07 **Isachsen, Arne Jon**
Folk på vandring
- 4/07 **Isachsen, Arne Jon**
Hvor går verden? Noen utvalgte krefter og trender
- 5/07 **Isachsen, Arne Jon**
Utenrikspolitiske refleksjoner
- 6/07 **Bottelier, Pieter and Gail Fosler**
Can China's growth trajectory be sustained?
- 7/07 **Isachsen, Arne Jon**
Uro
- 1/08 **Houg, Kjetil**
A note on the concept of risk
- 2/08 **Isachsen, Arne Jon**
Bolig- og finanskrisen i Amerika
- 3/08 **Isachsen, Arne Jon**
Kjøp og salg av risiko
- 4/08 **Husum, Hans Olav**
Hvor kommer pengene fra?
Kilder til meravkastning i Statens Pensjonsfond Utland
- 5/08 **Steigum, Erling**
Befolkningsaldring, pensjonsreformer og realøkonomi
- 6/08 **Isachsen, Arne Jon**
Om finanskrisen i USA
- 7/08 **Isachsen, Arne Jon**
Kommer Amerika tilbake?
- 1/09 **Isachsen, Arne Jon and Ole C. Sand**
China's revival
- 2/09 **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Den menneskelige faktor
- 3/09 **Chand, Sheetal K.**
The IMF, the credit crunch and Iceland: A new fiscal saga?
- 4/09 **Liikanen, Erkki**
Finland, EMU and the euro
- 5/09 **Isachsen, Arne Jon**
Kina viser muskler

Working Paper Series

- 6/09** **Isachsen, Arne Jon**
En dag med China Daily
- 7/09** **Isachsen, Arne Jon**
Scener fra en finanskrise
- 1/10** **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Konsekvenser for USA
- 2/10** **Isachsen, Arne Jon**
Korrupsjon i Kina – Kommet for å bli?
- 3/10** **Isachsen, Arne Jon**
Om spekulasjon i valutamarkedet
- 4/10** **Steigum, Erling**
Norsk økonomi etter 1980 – fra krise til suksess
- 5/10** **Isachsen, Arne Jon**
Fortellinger om samfunnet
- 6/10** **Isachsen, Arne Jon**
Hva Kina vil
- 7/10** **Isachsen, Arne Jon**
Kinas makt
- 1/11** **Børsum, Øystein**
Exchange Rate Risk in the Government Pension Fund Global
- 2/11** **Isachsen Arne Jon**
Penge- og valutapolitikk i Kina
- 3/11** **Alstadheim Ragna**
Om nye virkemidler i pengepolitikken – avgrensning mellom pengepolitikken og finanspolitikken
- 4/11** **Isachsen Arne Jon**
Økonomi er risikosport
- 5/11** **Steigum Erling**
The Norwegian Banking Crisis in the 1990s: Effects and Lessons
- 6/11** **Isachsen Arne Jon**
Felles valuta krever felles vaner
- 1/12** **Isachsen Arne Jon**
Is China Falling Apart?
- 2/12** **Isachsen Arne Jon**
På vandring

Norges Bank Watch Report Series

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

CME

Centre for Monetary Economics, Norwegian School of Management BI

Office Manager: Siv Bjercke

Address: Nydalsveien 37, N-0484 Oslo, Norway

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

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

ISSN 1503-3031