

Working Paper Series 5/14

BANK OG PØLSEBOD
– HVA ER FORSKJELLEN?

Arne Jon Isachsen CME/BI

Juni 2014



Centre for Monetary Economics
BI Norwegian Business School

ISSN 1503-3031

Bank og pølsebod – Hva er forskjellen?

Forfengelighet og følelser	Side 3
Norge som verdens største investor	Side 8
Bank og pølsebod – Hva er forskjellen?	Side 18
Norge er et lite land	Side 21
På'n igjen i Kina	Side 28
Forsvar og finans	Side 32
Om å ha det som grever	Side 36

Dette arbeidsnotatet setter sammen brevene fra årets seks første måneder.

Forfengelighet og følelser



Månedsbrev 01/2014

Forfengelighet og fravær av rasjonalitet preger keiseren uten klær. Oljeselskapet Chevron appellerer til følelsene og ikke til fornuften. Og juletreselger fra Gran som tilbyr danske trær, vil ikke tillate import av ost som smaker som Norge.

Arne Jon Isachsen

Centre for Monetary
Economics (CME)

Keiserens nye klær

Forfengelig og fravær av rasjonalitet, se det kunne eventyrforteller H. C. Andersen alt om. Keiseren som var så glad i å vise seg frem i nye klær, men som endte opp med å spasere nedover gaten uten en tråd på kroppen, har gledet barn og voksne i halvannet hundre år. Et eventyr på lengde med en gammeldags aviskronikk, som vi aldri blir ferdig med.

Om du ikke kan se det vidunderlige vakre stoffet, er du enten usedvanlig dum eller udugelig i ditt embete. Det er der cluet ligger. At de bedrageriske veverne klarte å bilde både keiser, embetsmenn og allmuen inn at det var slik det forholdt seg.

Den flinke embetsmannen som keiseren sender ned for å se hvordan det går med veverne, og som ikke ser noe stoff på veven, ganske enkelt fordi det ikke er noe stoff på den – veverne har i stedet tatt alt de har fått, fra silke til gull, og puttet i egne lommer – resonnerer slik: Dum er jeg ikke, da er det altså det gode embetet mitt jeg ikke duger til. Logikken her er uangrikelig, gitt at man godtar premissene til bedragerne. Og det er jo hva alle gjør. Inntil det lille barnet utbryter: "Men han har jo ikke noe på seg!"

Keiseren, står det i eventyret, grøsser "for han synes at han (den lille gutten) har rett". Det må vel tale til keiserens fordel? Og vel også at han holder koken til den bitre slutt, gjennomfører opptøget, med kammerherrene bak som bærer på slepet, som jo slett ikke finnes.

Hvordan ville de ulike samfunnsvitenskapene av i dag beskrevet og analysert

denne historien? Sagt på annen måte – hvordan ville de forsket på H. C. Andersens eventyr?

Økonomene ville hatt fokus på veverne. Som tar i bruk en grov løgn for å svindle til seg keiserens skatter. Forventet nytte av denne atferden overstiger faren for å bli tatt og buret inne. I eventyret hører vi ikke hvordan det går med dem – det rundes av med kammerherrene som bærer på slepet. Veverne må ha hatt en egen utstråling og fortellertalent som gjorde at de ble trodd på sin historie, nemlig at klærne som ble sydd av tøyet, hadde sine helt spesielle egenskaper. Hvordan økonomer av i dag skulle modellert denne egenskapen inn i sine vitenskapelige arbeider, er noe uklart for meg.

Sosiologene ville latt seg begeistre av hvordan "alle" lot seg blende av vevernes historie. At de trodde på noe som var det rene tøv. Av frykt for å skille seg ut, være dumme eller udugelige. Gruppepresset ble for stort. Embetsmannen som skulle sjekke hvordan det gikk med arbeidet til veverne, bygde opp under tilliten keiseren hadde til veverne, og deretter tilliten folket hadde til dem. En form for pyramidespill som det lille barnet til slutt velter.

Psykologene ville vært mest opptatt av keiseren selv, som jo så tøyet før han tok det på, hvor lite tillit hadde ikke han til seg selv og sine egne observasjoner? Og hvilken pris var han ikke villig til å betale for ikke å være dum, nemlig et opptog for alt folket, splitter

Dum er jeg ikke, da er det altså det gode embetet mitt jeg ikke duger til.

pine naken? Hans forfengelighet og narsissisme tok helt overhånd.

I alle de tre fagene kunne der vært skrevet glimrende artikler, publisert i de beste vitenskapelige tidsskrifter, om hva som

hendte den gangen bedragerne stod for keiserens nye klær. Og likevel ville ikke disse artiklene hatt særlig verdi sammenlignet med eventyret på fire sider som H. C. Andersen har skapt. Hvorfor det? Fordi helheten i historien ville samfunnsviterne neppe fanget opp. Til det må en kunstner til.

At kunsten står over, eller går foran, vitenskapene, synes jeg vi har mange eksempler på.

Juletre fra Danmark

For noen år siden handlet jeg juletre i Oslo av en bonde fra Gran på Hadeland. Men granen var ikke fra Gran – den var fra Danmark.

”Så fint”, sa jeg, ”danskene kan det med juletrær”.

Og la til: ”Jeg kjøper helst gran fra Danmark til julen.”

Juletreselgeren ble litt i stuss. I utgangspunktet var han nok litt brydd eller utilpass over ikke å ha norske trær å by på. Norsk er jo best, det vet alle i landbruket. Trivelig med denne kunden, tenkte han kanskje, som ikke gav ham – bonden fra Gran – pepper for danske trær.

”Apropos import”, sier jeg, ”hvordan ser du på reglene for import av ost til Kongeriket?”,

og før han er i gang med å svare, uttrykker jeg en viss tristesse eller skuffelse over at ost fra andre land er blitt så dyrt. Og dessuten utsatt for kvoter. Gruyère, som finnes både i fransk og sveitsisk variant, og som jeg er spesielt glad i, koster jo over tre hundre kroner kiloen, minner jeg om.

”Vel”, sier mannen fra Gran, ”gruyère kjenner jeg ikke så godt til. Men ligner den Norvegia eller annen norsk ost på smak?”

”Nei”, sier jeg, ”den gjør vel egentlig ikke det, så sterke gule oster lages ikke i Norge”.

”Da kan man gjerne sette ned tollene og øke kvoten”, fremholder den sindige bonden.

”Fint”, sier jeg, ”men om smaken lå tett opp til Norvegia – hva da?”

”Da må man ha høy toll og små kvoter for å beskytte det norske landbruket”. Svaret kommer kjapt.

”Hvem skal bestemme om smaken ligger nær opp til Norvegia – eller annen, norskprodusert ost?”, vil jeg vite.

Se det var ikke så enkelt å svare på. Noen ostesmakere i departementet kunne kanskje gjøre jobben?

Til nå har norske ostebønder fått mer enn

*Norsk er jo best, det vet alle i
landbruket.*

bonden fra Gran forlangte. Departementale ostesmakere er ikke hyret inn. Og gruyère koster fortsatt over tre hundre kroner kiloen.

Det ble dansk juletre den julen, og norsk ost.

We agree

Chevron er et stort, amerikansk oljeselskap. Men har ikke bensinstasjoner i landet vårt.

Som ivrig leser av The Economist, et engelsk tidsskrift med ukentlige utgivelser, som kaller seg ”newspaper” – kan det ha sammenheng med at jeg nå holder nummer 8865 i hånden, og at første nummer kom ut for 170 år siden? For den gang, i 1843, var det vel ikke uvanlig med aviser på ukesbasis? I dagens Norge har vi jo forresten Morgenbladet – en avis med ny utgave bare på fredager.

Vel, i The Economist denne dagen faller mine øyne på en helside betalt av Chevron. **WE AGREE** i rødt er teksten som først faller en i øynene. Hvem er det som er enige i hva?

Dernest i blått: **Jobs are the Future**, skrevet pent for hånd på et stort ark. I et fint fotografi viser mor og datter sammen frem dette arket. En hverdagskvinne midt i tredveårene. Hun sitter i en romslig og god

stol i beige, med kjedelige, nærmest fargeløse gardiner i bakgrunnen. Datteren på åtte-ti år holder også i arket. Hun står bak stolen med armene rundt moren. Begge med antydning til rødlig hår, slanke og vanlig pene. Litt alvorlige.

Et lite spennende bilde. Men ganske vakkert – med preg av hverdag, realisme og harmoni. Men hva er hensikten med denne helsiden? Hvorfor punger Chevron ut tusenvis av britiske pund for at lesere av The Economist skal få et glimt av mor og barn i stol med plakaten **Jobs are the Future**, og teksten under **WE AGREE**, der ”WE” åpenbart er Chevron?

Hensikten med denne annonsen tror jeg må være at den skal få oss – leserne av avisen – til å like Chevron. Få gode følelser for denne amerikanske giganten. At vi her har å gjøre med et seriøst og hardt arbeidende foretak som har vanlige folks beste i tankene. Som har vært i Europa i seksti år. Og som skaper

*... følelser har en mye større plass i
vår forståelse av intuitive valg og
vurdering enn tidligere antatt.*

jobber og muligheter i lokalsamfunn ikke langt fra der du bor.

På sensommeren i år leste jeg boken Tenke, fort og langsomt av Daniel Kahneman, en psykolog som har trent seg inn på økonomenes enemerker med en slik suksess at han like godt fikk Nobelprisen i vårt fag for noen år siden. I denne boken gjør Kahneman et klart skille mellom rask intuisjon og mer tidkrevende vurderinger. Han mener at følelser har en mye større plass i vår forståelse av intuitive valg og vurderinger enn tidligere antatt.

På bakgrunn av Kahnemans innsikt er det lettere å få mening ut av helsiden til Chevron. Annonsen appellerer til våre følelser: "Se på meg (Chevron), så flink og grei og ordentlig og hverdagslig og snill jeg er. Som fremfor alt vil ditt beste." De to-tre sekundene leserens øyne flakker over denne siden skal sette avtrykk i ham. Chevron er et ålreit selskap.

Den som jakter etter argumenter og analyser for på det grunnlag å velge Chevron, må lete andre steder.

9. januar 2014

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

Norge som verdens største investor



Vinterbrev 2014

Det er delikate oppgaver Norges Bank har i forvaltningen av Oljefondet. Man skal arbeide for høyest mulig avkastning, for gitt risiko. Og samtidig være etisk bevisst og ansvarlig uten å opptre uhøflig og upassende overfor foretak og myndigheter i andre land.

Arne Jon Isachsen

**Centre for Monetary
Economics (CME)**

Oljefondet – eller Statens pensjonsfond utland (SPU) – har femdoblet seg under Stoltenbergs åtte år som statsminister. Den norske stat sitter nå på verdens største Sovereign Wealth Fund (SWF). Ikke bare det – i flere rangeringer av slike troner SPU på toppen av listen. Det skyldes gjennomtenkte politiske retningslinjer, profesjonell og kostnads-effektiv styring, full åpenhet og god avkastning.¹

En beskjeden start

Staten ved Finansdepartementet eier fondet. Norges Bank forvalter midlene. I starten nøyde man seg med å plassere pengene på samme måte som valutareservene Norges Bank likevel styrte med. I hovedsak i andre lands likvide statsobligasjoner. Men etter hvert som fondet vokste, ble dette for enkelt. Egenkapital, som aksjer representerer, har over tid høyere forventet avkastning enn fremmedkapital, dvs. obligasjoner. I første runde sa man at 40 prosent skulle plasseres i aksjer og resten i obligasjoner. Så ble rollene byttet, 60 prosent i aksjer og resten i obligasjoner. Noe senere tok man opp fast eiendom som en egen investeringsklasse. Målet er at inntil fem prosent av fondet skal investeres i denne klassen, på bekostning av obligasjoner, som således vil komme ned mot 35 prosent.

Med Handlingsregelen som vi fikk i mars 2001, er fondet ment å være evigvarende i det regjeringen hvert år bare skal bruke forventet realavkastning av midlene, som er anslått til fire prosent av fondets størrelse ved inngangen til året. Dog således at om den økonomiske situasjonen tilsier det, kan man bruke noe mer eller noe mindre det enkelte år.

¹ Takk til Thomas Ekeli, Arne Fredrik Lyshol og Haakon Solheim for nyttige innspill til en tidligere versjon. Jeg alene er ansvarlig for gjenværende feil og mangler.

Det trengs folk til å stille med disse tingene. Norges Bank Investment Management (NBIM, som uttales n-bim) står for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Med sine om lag 350 ansatte er NBIM blant de fond i verden med mest kapital per ansatt.²

Penger er makt

Et statlig fond på over 800 milliarder dollar fullt investert i andre land, er en base for makt, enten vi liker det eller ikke. Med makt følger ansvar. Hvordan skal vi te oss i årene fremover med dette fondet? Som trolig vil vokse til over det dobbelte innen oljen tar slutt. Og hvordan har vi håndtert de ulike utfordringene så langt?

Etter noen tid med også aksjer i porteføljen kom spørsmålet om etiske retningslinjer opp. Norge kan vel ikke eie aksjer i foretak som produserer klasevåpen samtidig som vi er sterkt engasjert internasjonalt med å forby slike våpen? I utgangspunktet var verken NBIM eller Finansdepartementet (eller FIN blant innsidere) særlig begeistret over muligheten av at det skulle legges politiske føringer på hva slags investeringer man kunne gjøre.

² Hvor stor er egentlig SPU? Verdens største SWF er ett mål. Et annet er dette: Av 225 billioner dollar i finansaktiva verden rundt, eier Statens pensjonsfond utland verdipapirer for vel 0,8 billioner dollar, eller i underkant av fire promille av hele potten. Det er mye for et land der bare 0,7 promille av verdens mennesker bor. Et tredje mål: BlackRock som er verdens største investor, har 4,1 billioner dollar under forvaltning. Det er fem ganger så mye som Oljefondet. *Verdien* av BlackRock er imidlertid beskjedne 51 milliarder dollar; pengene under forvaltning tilhører i all hovedsak andre. For SPU er verdien av fondet og midler under forvaltning det samme; Statens pensjonsfond utland forvalter kun egne penger. Verdien av SPU er således 15 ganger større enn verdien av BlackRock. Se *The Economist*, 7 December 2013.

Med sine om lag 350 ansatte er NBIM blant de fond i verden med mest kapital per ansatt.

Etikkrådet etableres

Politisk var det imidlertid ikke lenger mulig bare å betrakte risiko og forventet avkastning ved plassering av midlene i Oljefondet. Når Statens pensjonsfond utland skulle inn på eiersiden i utenlandske foretak, måtte også etiske vurderinger eksplisitt inn i bildet. "Gå utenom", sa Peer Gynt da han møtte Bøygen. Nå innså embetsverket i FIN så vel som ledelsen i Norges Bank at man ikke lenger kunne gjøre det. Etiske vurderinger kom man ikke utenom. Bedre da å ta teten selv.

Som sagt så gjort. Miljøene i FIN og i Norges Bank stod sentralt da et eget etikkråd for oljefondets investeringer ble etablert i november 2004. Som bakgrunn for dette rådets sammensetning og arbeid lå en solid utredning under ledelse av jus-professor Hans Petter Graver. Etikkrådet skulle gi råd til Finansdepartementet om hvilke selskaper en ikke lenger skulle investere i. I tillegg fikk Norges Bank oppgaven med å bruke fondets eierrettigheter til å påvirke selskapenes atferd.

Det er delikate oppgaver rådet og banken har. Man skal være etisk bevisst og ansvarlig uten å opptre uhøflig og upassende overfor foretak og myndigheter i andre land. Samtidig som de som driver fondet skal sikre en så god avkastning som mulig, gitt reglene for risiko.

Sentralbanksjefen prøver seg

I sentralbanksjefens årstale i februar 2008 sa Svein Gjedrem at når vi plasserer midlene til pensjonsfondet i utlandet "... er vi gjester i

våre naboers hus". Det betyr at vi ikke bare kan legge "norske verdier og holdninger" til grunn, sa han videre. For så å heve en advarende pekefinger til overivrige og reguleringsglade politikere:

"Når vi hever pekefingeren mot et selskap, hever vi den også mot lover, reguleringer og praksis i landene der selskapene hører til og driver sin virksomhet – og vi gjør det som representanter for den norske stat."

Representanter for den norske stat, in casu finansminister Kristin Halvorsen, likte dårlig det hun hørte. "Det er vi som eier Statens pensjonsfond, og det er Norges Bank som forvalter pensjonsfondet på våre vegne", sa hun senere i februar måned. Og gjorde det klinkende klart at hun ikke akter å la noen andre legge premissene for mye etikk det skal være i forvaltningen av Oljefondet (*Dagens Næringsliv*, 29. februar 2008).

Exit versus Voice

Albert Hirschman het en mann. Han burde ha fått Nobelprisen i økonomi. Kreativ og oppfinnsom. Analytisk klar og ryddig. I 1970 gav han ut boken *Exit, Voice and Loyalty*, om hvordan man kan møte bedrifter, organisasjoner eller land i nedoverbakke.

Økonomene har klippet på *Exit*, dvs. at man slutter å kjøpe varen eller tjenesten man ikke er fornøyd med. Om mange nok gjør det, vil angjeldende produsent gå konkurs. Dermed frigis ressurser til produktivt virke på annet hold. Den upersonlige markedsmodellen løser problemet.

Men tingene er ikke så enkle. En statlig jernbane går ikke konkurs selv om en del reisende finner andre løsninger enn toget, sier Hirschman. Muligheten for *Exit* ved å ta bussen i stedet for toget, gjør at opsjonen *Voice* ikke brukes så kraftfullt. Om jernbanen hadde

hatt monopol på å flytte varer og mennesker fra A til B, og ingen konkurranse fra busser og lastebiler, ville folk ikke funnet seg i den dårlige servicen. Voice, dvs. publikums iver og engasjement for å endre tingenes bedrøvelig tilstand, ville blitt langt sterkere. Og sjansene for et godt jernbanevesen ville økt.

I lokalpolitikken ser vi ofte Exit og Voice spille seg ut. En offentlig skole preget av mye bråk og lite undervisning gjør det fristende å ta barna ut. Exit. La dem i stedet gå på privatskoler. Om det er de ressurssterke som går foran her og tar barna ut av skolen, hvilket vel ofte er tilfellet, svekkes presset for at noe skjer med den offentlige skolen. Voice. Noe tilsvarende gjelder for helsevesenet.

Statsvitere er opplært til å tro på Voice, dvs. at folk sier fra om ting de ikke liker, og gjør noe med dem i håp om at forholdene dermed skal bedre seg. Demokrati kaller vi det på det nasjonale planet. En udugelig regjering stemmes ned av taburettene (ikke skremmes).

Exit for Oljefondet

Mens Hirschman tok for seg *kunder og borgere* – hvordan Exit og Voice kan tas i bruk for å få ting til å fungere bedre, er det Statens pensjonsfond utland, i egenskap av *eier*, vi er opptatt av her. Om et selskap som SPU eier aksjer i, produserer noe SPU ikke liker; eller produserer ting på måter som SPU ikke liker, hvilke virkemidler står da til SPUs rådighet for å bidra til at uønsket atferd endres? Exit og Voice.

Exit i denne sammenhengen innebærer at Oljefondet selger seg ut av det aktuelle selskapet. Vi vil ikke eie aksjer i et selskap som ter seg slik. Det er økonomens tilnærming. Men egentlig er dette et tiltak fylt med politisk krutt. På sin *uttrekksliste* har SPU velrenommerte foretak som dagligvarekjeden

Men hva skjer med selskap hvor SPU selger seg ut? Svært lite. Noen andre må kjøpe aksjene som SPU nå selger.

Walmart og flyprodusenten Boeing. Begrunnelsen for å gå ut av disse selskapene må være vanntett, dvs. retningslinjene som SPU har satt opp, må helt uomtvistelig ramme dem, og helst midt i planeten. Ikke rart det tar tid før nye selskap kommer på listen.

Men hva skjer med selskap hvor SPU selger seg ut? Svært lite. Noen andre må kjøpe aksjene som SPU nå selger. For å få solgt dem, må prisen trolig noe ned. Men selskapet mister ingen penger – det får bare nye eiere.

Om ledelsen i det aktuelle selskapet er veldig fokusert på aksjekursen – kanskje fordi bonus og andre fordeler henger på utviklingen av denne – kan man velge å ta større risiko i sine disposisjoner i håp om økt lønnsomhet og høyere kurs nå som SPUs atferd kanskje marginalt har brakt kursen ned. Eller ledelsen kan fristes til låneopptak på selskapets hånd for å kjøpe tilbake utestående aksjer og dermed få kursen opp igjen.

Voice for Oljefondet

For selskap som trekkes ut av investeringsuniverset til SPU, er nok eventuelle kostnader heller forbundet med den negativ omtalen man da lett kan utsettes for. Når en så seriøs og aktverdigg investor som den norske stats oljefond ikke lenger vil være med på leken, da må det vel være noe alvorlig galt fatt med angjeldende selskap? Kan andre eiere tenkes å gjøre likedan? Og vil kundene som selskapet betjener, se seg om etter andre leverandører? I så fall, bør ledelsen av selskapet ta affære – se

til at de kritikkverdige forholdene som SPU har påpekt, blir tatt fatt i?

Den enkelte porteføljeforvalter i NBIM har direkte kontakt med folk i ulike selskaper. Ved denne kontakten følges også etiske anliggende opp. Ideelt sett burde toppledelsen i SPU hatt seriøse samtaler med toppledelsen i selskap man vurderer å trekke seg ut fra, og diskutert mulige løsninger. Det er først når denne tilnærmingen – nemlig Voice – ikke fungerer, og forholdene ansees som graverende, at SPU vil velge å selge seg ut.

Rent praktisk skjer uttrekk ved at Etikkrådet gir sin anbefaling om selskaper man bør gå ut av, mens FIN treffer den endelige beslutningen.

For å kunne løse sin oppgave på en god måte, har Etikkrådet fått seg forelagt seks områder man særlig skal ha fokus på, blant annet grove former for barnearbeid, omfattende korrupsjon og grove miljøskader. Når Etikkrådet anbefaler å utelukke selskaper, skjer det i lys av kriteriene slik de er nedfelt i de områdene man skal fokusere på. Det innebærer politiske valg. Kriteriene er derfor diskutert i Stortinget.

Generalforsamlingen er det høyeste organ i aksjeselskap. Her kan eierne la sin røst høre. Statens pensjonsfond utland er blitt en aktiv deltaker i generalforsamlingene til mange av de mer enn 7.000 aksjeselskap fondet har eierandeler i verden rundt. Voice. Det finnes internasjonale byråer som er hjelpelige og kan se til at SPU stemmer for sine "hjertesaker". Som administrerende direktør (CEO) og styreformann ikke skal være samme person, slik bildet ofte er i store, multi-nasjonale foretak.

Exit og Voice kombineres

I mange relasjoner er Exit en lite aktuell opsjon. I et skrantende ekteskap vil man gjerne streve hardt for å se om tingene kan gå seg til før skilsmisse velges. Voice får en fremtredende rolle. Ja, faktisk er det slik at samfunnet kan forlange Voice før Exit iverksettes. Pålagt rådgivning der det er fare for samlivsbrudd er et eksempel på det.

I en ettpartistat som Kina er ikke Exit noen opsjon rent politisk. Vel, du kan melde deg ut av Det kinesiske kommunistpartiet, men ikke inn i et annet og konkurrerende parti.³ Om man ad politisk vei vil endre på ting i Midtens Rike, er Voice (innen Partiet) den eneste opsjonen. Imidlertid fører fravær av andre partier til utstrakt korrupsjon i det ene man har. Å få bukt med korrupsjon og andre uønskede utvekster i Partiet, krever utstrakt rom for Voice utenfor Partiet. At kinesisk media er så åpen på problemer rundt korrupsjonen (og forurensning) som tilfellet er, må sees på bakgrunn av at Voice er "the only game in town".⁴

Som vi har vært inne på vil SPUs bruk av Exit opsjonen, dvs. selge seg ut av et selskap, ikke bety så mye for selskapet rent umiddelbart; kursen kan få en liten dipp ned. Det er snarere *signalet* som sendes til markedet, som gir grunn til bekymring. Vil andre eiere også

³ Det finnes åtte andre partier i Kina. Men de kan heller sees som "velforeninger" enn som konkurrenter til CCP. Til sammen har disse åtte partiene mindre enn én million medlemmer mens Partiet har over 80 millioner.

⁴ Når korrupsjon eller annen form for urimelig berikelse avdekkes på det aller høyeste politiske planet, settes foten ned. Det fikk New York Times erfare. Etter en solid artikkel der det ble påvist hvordan familien til daværende statsminister Wen Jiabao var blitt søkkrike, ble websiden til den amerikanske avisen blokkert i Kina. Det er den fortsatt, mer enn ett år etter at artikkelen stod på trykk.

selge seg ned eller helt ut? Vil kundene se med større skepsis på de varer og tjenester selskapet tilbyr? Mer generelt, vil *omdømmet* til angjeldende selskap bli skadelidende om SPU ikke lenger vil være med på eiersiden? Nettopp faren for en slik utvikling kan gi Norges Bank "leverage" i samtaler (Voice) med selskapet før man eventuelt trekker seg ut.

En annen side av samme sak er at når Statens pensjonsfond utland gjør alvor av saken og trekker seg ut av et selskap (Exit), virker det inn på samtaler Oljefondet har med andre selskap. Med ett forstår man at SPU ikke bare er en pratemaskin (Voice). Etter uttrekk av Walmart og salg av alle aksjene her (Exit), gikk Oljefondets samtaler (Voice) med Monsanto lettere. Det ble mulig å nå frem til enighet med dette amerikanske kjemiselskapet om forbud mot barnarbeid ved produksjon av hybride bomullsfrø i India.

Den enkelte porteføljeforvalter i NBIM har direkte kontakt med folk i ulike selskaper. Ved denne kontakten følges også etiske anliggende opp.

Konsekvenser for SPU

Når selskap trekkes ut av universet som Statens pensjonsfond har anledning til å investere i, blir målet om å nå et gitt nivå på samlet avkastning, for gitt risiko, marginalt vanskeligere å innfri. Det er prisen vi betaler for en moralsk høyverdig atferd. Egentlig lite å bekymre seg over, spør du meg. Det er nok av selskaper tilbake. Og pengebingen som SPU sitter på, er uansett større enn vi kanskje selv har godt av.

Dog – her reiser seg et par problemer. For det første, hvordan måle fondets prestasjoner når indeksene man måler seg mot inneholder foretak man ikke har anledning til å eie aksjer

i? Det turde være en smal sak å lage indekser for SPU der selskapene på uttrekkslisten er luket ut. Så dette må karakteriseres som et "ikke-problem". Verre er det kanskje om man har et lite univers av selskaper man av etiske grunner ikke vil investere i. Skal de også ut av indeksen? Og hva om selskapene i dette universet stadig endres over tid?

For det andre, troen på at vi kan få betalt for en moralsk høyverdig atferd, i det de selskapene vi tar ut før eller senere vil møte veggen, nettopp fordi Etikkrådet i SPU har funnet kritikkverdige forhold ved dem, er i drygste laget. Uansett er det en ulempe for fondet at universet det kan velge selskaper å investere i, blir mindre. Forestillingen om at en moralsk mer høyverdig atferd skal gi større avkastning, blir som å tro på julenissen. Å få i pose og sekk er sjelden påregnelig, annet enn ved juletider.

Konsekvenser for det man er opptatt av

Er det færre som røyker fordi SPU ikke har anledning til å eie aksjer i tobakksselskap? Neppe. Men det gir oss en god følelse. Den har vi betalt for. Porteføljen med slike selskap ville gitt høyere avkastning – med uendret risiko – enn porteføljen vi har hatt.

Et viktig satsningsområde for Etikkrådet er barnarbeid, eller snarere å trekke ut selskap som bruker barn under en viss alder i fabrikkene sine. Når selskap tar dette til etterretning og ikke lenger vil ha barn som arbeidstakere, er dette en god ting. Forutsatt at barna da kan gå på skole eller gjøre andre ting som er bra for dem. I noen tilfeller har det kommet frem at barn som tidligere arbeidet på fabrikker, ender opp på gata som prostituerte. Fra asken til ilden. For å unngå slike tragedier vil SPU måtte gå tyngre inn i sakene. Ikke bare hive ut aksjene til selskap som benytter seg av barnarbeid. Men også

være til stede der slikt arbeid forbys, og se til at barna det gjelder, sikres annet tilbud.

Dette siste eksempelet viser hvor komplisert det kan være å skulle eie mye i andre land. Kan vi forvente at NBIM har ressurser og forutsetninger for å følge opp barn i andre land som ikke lenger kan arbeide på fabrikker? Når glir forvaltning av milliardene som NBIM står for, over i utfordringer av annen karakter? Og hvem skal gjøre hva i slike situasjoner? En allianse mellom Redd Barna og NBIM, kunne det være en vei å gå?⁵

Konsekvenser for Norge

Til nå har vi stort sett sett på Statens pensjonsfond utland isolert. Hvilke oppgaver har fondet? Hvordan løse dem på god måte? Hvordan bruke Exit og Voice på hensiktsmessig vis?

I det større bildet er det neppe til å unngå at Norge tidvis blir sett på som å drive utenrikspolitikk via SPU. Det kan slå tilbake på oss senere. Å la det gå politikk i kommers, kan koste dyrt rundt neste sving.

"Å ja, det er dere som heiv Walmart og Boeing ut av porteføljen av det statlige fondet. Solide og flotte selskaper som vi amerikanere med rette er meget stolte av. Takk som byr, men vi kjøper heller laks fra våre venner i Chile."

At en slik situasjon en gang kan oppstå, kan ikke utelukkes.⁶ Faren for det, og konse-

⁵ Norges Bank har arbeidet med Unicef, jf, Meld St 27 (2012-2013). I 2012 ble Banken medlem av en arbeidsgruppe som gir UNICEF råd om barn og næringslivets samfunnsansvar. I mars 2012 lanserte UNICEF, FNs Global Compact og Redd Barna prinsipper for hvordan bedrifter kan ta større ansvar for barns rettigheter.

⁶ Reaksjonen fra USAs ambassadør i Norge var meget skarp etter uttrekk av Walmart. Han mente Oljefondets reaksjon var politisk motivert og la til

kvensene, må vi etter beste skjønn måle opp mot gevinstene for oss og for verden av at SPU har en bevisst holdning til etiske spørsmål, og er villig til å ta konsekvensene av det.

En parallell

En parallell – haltende riktignok, men gjelder ikke det paralleller flest? – er erfaringen vi har med Nobels fredspris til den kinesiske forfatteren og dissidenten Liu Xiaobo i 2010. I debatten i Norge glimrer et perspektiv med sitt fravær – hva den *jevne kineser* mener om denne tildelingen. Det er jo kinesernes oppfatning om saken som betyr noe om prisen skal ha den ønskede virkningen; bringe menneskerettigheter høyere opp på den kinesiske dagsorden.

Noen uker etter at denne prisen var kjent, men før den skulle deles ut, var jeg i Kina. Vanlige kinesere jeg snakket med var både rystet og sinte. Hvordan kunne vi gi fredsprisen til en mann som satt i fengsel etter kinesisk lov og dom? De følte sitt Kina ydmyket.⁷

at man ville reagere på en eller annen måte, se *Aftenposten* 24. april 2013.

⁷ Til dette har Haakon Solheim følgende bemerkning: "Du skriver at fredsprisen til Liu var et mistak fordi den gjorde vanlige kinesere sinte. Men kanskje er vanlige kinesere ikke orientert om hvorfor Liu sitter fengslet? ... La oss nå anta at Liu har kommet med berettiget kritikk av regimet, og sitter fengslet på grunn av dette. Ved å stå opp for Liu, holder Nobelkomiteen ham oppe, istedenfor at han blir glemt. Kanskje forstår ikke den jevne kineser betydningen av dette i dag, men (og det er vel håpet) kanskje kan man dermed bidra til at debatten fortsetter og flammen føres videre av andre slik at presset for endring opprettholdes? I så fall er tildelingen til Liu visjonær – ikke patetisk."

Lærdommen er like enkel som den er brutal. Ikke slå på stortromma – det være seg utdeling av en fredspris eller uttrekk av et selskap – før du kan saken skikkelig.

Nærmere om Boeing

Høsten 2005 anbefalte Etikkrådet at Boeing skulle hives ut av porteføljen til SPU, basert på retningslinjer diskutert i Stortinget om at vårt statlige oljefond ikke skal være investert i selskaper som "utvikler og produserer de sentrale komponentene til kjernevåpen".

Men, kan man spørre seg, hvem skal stå opp for Norge om den kjernefysiske trusselen skulle aktiveres mot oss fra et land vi ikke liker – eller som i hvert fall ikke liker oss? Er ikke beslutningen om å hive ut amerikanske Boeing tuftet på et for partielt resonnement? Hva med land der produksjon av slike våpen foregår i foretak som ikke er på børs? Vi kan ikke rette pekefingeren mot dem ved å hive ut aksjer vi ikke kan få tak i.

Det er fint å være aktiv i kampen men mot produksjon av kjernefysiske våpen. Men tiltak som bare rammer den ene part – og da den part som vi må formode ville være på lag med oss om det hele skulle toppe seg – hvor gjennomtenkt og klokt er det?

Egentlig er dette en form for "free-riding". Vi *vet* at tiltaket til SPU har null effekt på Boeings engasjement i produksjon av komponenter til kjernefysiske våpen. Nettopp derfor kan vi gå så hardt ut – heise vårt eget prektighetsflagg, og la det blafre fritt i vinden.

Preget av "free-riding" var også til stede da NBIM stemte imot forslaget om nedskrivning av greske statsgjeld i mars 2012. At forslaget om nedskrivning ville få stort nok flertall, slik at de som stemte nei likevel måtte være med å ta sin del av tapet, lå klart i kortene. Så hvorfor da stemme nei? For å flagge at SPU

Er det færre som røyker fordi SPU ikke har anledning til å eie aksjer i tobakksselskap? Neppe.

ikke er noe "snilt" fond. Størst mulig avkastning for gitt risiko. Det er målet for virksomheten til Oljefondet. Noe aktørene i de internasjonale kapitalmarkedene dermed ble minnet om.

En stadig mer komplisert verden

"Stater er fremdeles de dominerende aktørene", heter det i en fersk artikkel i *Foreign Affairs*,⁸ "men ikke-statlige aktører er i økende grad med og påvirker den globale agendaen ..."

Kan man se Statens pensjonsfond utland i en slik sammenheng? En liten spiller som er med og legger lista høyere hva gjelder etisk atferd i bedrifter verden rundt? Som bidrar til "best practice" bredt definert i foretakene de er investert i, og ikke utelukkende fokuserer på avkastning?

I så fall blir SPU en institusjon som ikke bare Finansdepartementet er opptatt av, men som også angår Det kongelige norske utenriksdepartement. Faren for dette, sett med FIN sine øyne, øker jevnt og trutt. Forslag om ikke bare å være etisk bevisst i de selskapene man går inn i eller allerede har eierinteresser i, er blitt komplementert med ønsket om aktivt å bidra til en bedre verden ved å øke sine engasjementer i utviklingsland og i fremvoksende økonomier.

⁸ "The Unruled World. The Case for Good Enough Global Governance", av Stewart Patrick, ved the Council of Foreign Relations i New York, i *Foreign Affairs*, January/February 2014, ss. 58-73.

Argumentet brukt om den sist gruppen er besnærende; i land med raskere økonomisk vekst vil man formode at avkastningen på aksjer er større. Men denne formodningen slår ikke alltid til. Ettersom all tilgjengelig informasjon i prinsippet skal være innbakt i aksjekursen, vil det bare være *overraskende* stor vekst med *overraskende* store overskudd som vil gi ekstra stigning i aksjekursene.⁹ Se på Kina. Investeringer i kinesiske selskaper på børsen Shanghai de siste tyve år, har gitt en begredelig avkastning. Til tross for at Kinas bruttonasjonalprodukt nå er tyve ganger større.

En egen pott penger er også foreslått avsatt til "grønne investeringer". Og kravet om at SPU må gå ut av alle foretak som produserer kull, er en gjenganger. Dette siste forslaget hviler på to separate typer argumenter. For det første, siden kull er nært substitutt for olje og Norge som nasjon har nok eksponering mot olje, bør vi ikke eie foretak som produserer kull. For det andre, kull forurenses kraftig. Et etisk bevisst fond bør finne andre steder å putte pengene sine. Hva gjelder det siste argumentet må vi heller spørre hva SPU – eller Norge – kan gjøre for at bruken av kull globalt skal gå ned. Å eie eller ikke eie aksjer i foretak som produserer kull, har trolig liten virkning i denne sammenheng.

Veien videre

Pengene på Oljefondet er fellesskapets eiendom. En levende debatt om hvordan midlene skal plasseres, der ulike interessegrupper kan la sine stemmer høre, og også ha et visst håp om at det de foreslår blir tatt til følge, er viktig for legitimiteten til SPU. Det er en stor utfordring innenlandsk for myndig-

⁹ Se Ritter, J. R. (2012), "Is Economic Growth Good for Investors", *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 24, Issue 3, pages 8–18, Summer 2012.

hetene å håndtere denne debatten på en god måte.

Den nye regjeringen med Erna i spissen vurderer å ta action på SPU. Initiativet til dette ble tatt av den forrige regjeringen. Action består i at Exit og Voice nå skal virke sammen. I stedet for at Etikkrådet gir råd om utelukkelse til FIN, skal Norges Bank ta slike beslutninger. Da må folk i Norges Bank ha tilsvarende kompetanse og ressurser som det Etikkrådet har i dag. Hensikten er å avpolitiserer slike beslutninger. Virkemidlet Voice skal brukes på en måte som er konsistent med en eventuell senere Exit. Regjeringen ved finansministeren skal gi klare retningslinjer til Norges Bank for de kriteriene man skal anvende ved eventuelle uttrekk. På denne måten delegeres makt og myndighet fra FIN til Norges Bank.

Dette ligner på hva som skjedde i mars 2001, da finansministeren påla Norges Bank å endre det operasjonelle målet for pengepolitikken fra stabil valutakurs til lav og stabil inflasjon. Ved denne anledningen fikk Norges Bank "instrument independence", dvs. den kan selv bestemme hva renten på bankenes innskudd i Norges Bank skal være, uten at FIN kan overprøve en slik beslutning. Tidligere lå den endelige rentebeslutningen i FIN. Hvilke mål pengepolitikken skal ta sikte på å innfri, bestemmes imidlertid fortsatt i departementet. "Goal independence" har Norges Bank ikke i sin pengepolitikk.

Til våren kan Norges Bank ved NBIM få "instrument independence" hva gjelder uttrekk av selskaper som Statens pensjonsfond utland kan være investert i. På bakgrunn av retningslinjer fra Finansdepartementet vil Norges Bank, snarere enn FIN selv, få det avgjørende ordet her. Finansministeren kommer et skritt lenger unna beslutninger som hun sikkert er glad for å slippe selv å skulle ta.

Bemerk i denne sammenheng skillet mellom selskaper vi ikke liker på grunn av atferden til disse selskapene, som urimelig bruk av barnearbeid, og selskaper vi ikke liker på grunn av det de produserer, som sigarettprodusenten Phillip Morris.

Ved *uønsket atferd* har Voice noe for seg. Porteføljeforvaltere i NBIM kan ved dialog forsøke å få angjeldende bedrift til å trappe ned bruken av barnearbeid. Ved *uønskede produkter* er Exit eneste muligheten. Porteføljeforvaltere i NBIM har ikke annet å gjøre enn å selge aksjen.

Det kan virke noe underlig at Norges Bank nå kan bli tildelt rollen å bestemme hva slags produkter det er etisk uforvarlig å produsere. Er ikke det et rent politisk spørsmål? Burde ikke beslutninger om å hive ut selskaper som fremstiller produkter vi ikke liker, påhvile de politisk valgte myndighetene?

Ta tak i tøylene?

Gjennom Oljefondet eier vi nordmenn i gjennomsnitt om lag én prosent av alle

aksjene i alle verdens børsnoterte foretak – og to og en halv prosent av de europeiske foretakene. Det gjør oss til en av de tre største eierne i hundrevis av utenlandske bedrifter. Når, kan man spørre seg, går vi over fra å være tilskuer til å bli deltaker; fra å være en finansiell investor til å være en strategisk en? Sagt på annen måte, er tiden snart moden for at vi ikke lenger bare nøyer oss med å peke på ting vi ikke liker, men selv tar tak i tøylene i noen av de bedriftene vi er med som relativt stor eier?

Jeg tror ikke myndighetene i Norge har noe ønske om at SPU skal gå inn som en aktiv og aktør i foretak der vi er relativt store eiere. Rart å tenke på. At lille Norge kan få problemer med å salte ned så mye penger vi ønsker i utenlandske foretak av frykt for at kravet til aktivt eierskap skal bli sterkere enn hva vi selv har forutsetninger for og evner til å håndtere. (Selv om det finnes bråtevis av nordmenn som mener at de har det.)

7. februar 2014

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

Bank og pølsebod – Hva er forskjellen?



Månedsbrev 02/2014

Når et foretak møter veggen – det være seg en stor bank eller en liten pølsebod – skal det gå konkurs.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Nylig hørte jeg et foredrag av sjefen i en av Europas aller største banker. Selvfølgelighetene sto i kø. Sannheter i dag som ikke er sannheter i morgen. En elegant fremføring kan aldri erstatt solid innhold.

Mot slutten av foredraget kunne han berolige de vel to hundre tilhørerne hva gjelder Kinas vaklende finanssystem. "Myndighetene har penger nok".

Typisk bankmann. Myndighetene har penger nok. Hvilket betyr at skattebetalerne får regningen når banker og andre finansforetak møter veggen. Slik en bankmann liker det. Men er det slik kineserne – og vi – vil ha det?

Når et foretak møter veggen – det være seg en stor bank eller en liten pølsebod – skal den gå konkurs. Hva betyr det? At tap tas, ressurser fristilles, og verden går videre.

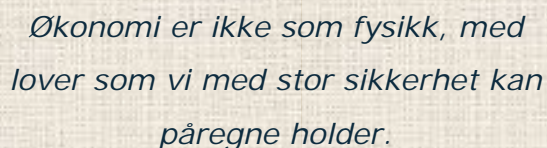
Økonomi er ikke som fysikk, med lover som vi med stor sikkerhet kan påregne holder. Økonomi er risikosport. Man vet ikke utfallet av de disposisjoner som gjøres, av de beslutninger som treffes. Når ting går galt, må tap tas.

På slutten av 1990-tallet gikk en kinesisk finansinstitusjon konkurs. Surprise, surprise. Det hadde ingen regnet med. Kina hadde penger nok. Men Zhu Rongji, landets statsminister og tidligere sentralbanksjef, ville ikke bruke statens penger på å redde investorene. De som hadde lånt penger til Guangdong International Trust and Investment Corporation, måtte ta tap. Investorer må være ansvarlig for sine

beslutninger, konstaterte den kinesiske statsministeren, og la til:

Kina er fullt ut i stand til å betale tilbake sin gjeld. Men spørsmålet er om gjelden skal betales av regjeringen. Svaret er opplagt – det skal den ikke.

Hvorfor store banker og små pølseboder likevel behandles så forskjellig, skyldes to ting. For det første at store banker er midt i et nettverk av relasjoner. Et stort finansforetak som går fallitt, kan trekke andre med seg. Men ikke dermed sagt at man skal unngå konkurs. Utfordringen er å ha ryddige og hensiktsmessige regler. Og å ha mot til å bruke dem – slik Zhu Rongji hadde – når regnskapets time kommer.



Økonomi er ikke som fysikk, med lover som vi med stor sikkerhet kan påregne holder.

Har du lånt penger til en bank – og da tenker jeg ikke på tradisjonelle innskudd som staten skal beskytte, i hvert fall opp til en viss grense – men har du kjøpt gjeldspapir utstedt av banken til hyggelig rente, ja da må du være klar over at faren for ikke å få alle pengene igjen er en realitet. Det er derfor renten er hyggelig.

Ryddige regler betyr at eierne er i første linje når konkurs inntreffer. Deretter långivere. Om egenkapitalen er stor nok til å ta hele tapet, har långiverne lite å engste seg over ved en eventuell konkurs. Slik var det ved bank-

krisen i Norge tidlig på 1990-tallet. Staten gikk inn som ny eier med nye penger, og bankene fortsatte sin virksomhet. Låntakerne merket lite. Långiverne merket lite.

Om tapene går utover det egenkapitalen kan dekke, og långivere må svi, er situasjonen verre og konsekvensene større. Men å la långiverne av den grunn slippe unna, er å åpne for en praksis som sjelden har noen lykkelig utgang. Långiverne har påtatt seg en risiko, fått betalt for den, og må stå ved den.

Finanskrisen i euroland drar ut i tid fordi konkurser ikke ble tillatt i starten. Da den greske stat ikke lenger kunne betjene sin statsgjeld, skulle de som satt på slik gjeld, tatt tapene. I stedet grep myndigheter i andre euroland inn. Og rotet det hele til. Kreditorerne gikk fri av konsekvensene av egne handlinger. Hvorfor? Fordi politikerne var engstelig for at egne banker ville gå med i dragsuget etter mislighold av greske statspapirer. Men da fikk vel de politisk valgte myndighetene heller la egne banker ta tap, for i neste omgang, som i Norge, bidra til en rekapitalisering av dem. Snarere enn å gakke hen og redde grekerne. Som dermed ikke skjønte alvoret i situasjonen før etter flere år. Og ble tilsvarende forsinket i prosessen med å rette opp situasjonen.

Det er to mekanismer som kommer i sving når et land har økonomiske problemer. Det ene går på foretaksnivå – konkurser – som innebærer at tap tas. Det andre går på nasjonsnivå og innebærer endringer i relative

*Finanskrisen i euroland drar ut i tid
fordi konkurser ikke ble tillatt i
starten*

priser. Devaluering av svake valutaer mot sterke valutaer.

Euroland er et sorgens kapittel. Selve konstruksjonen er slik at mekanisme nummer to – endringer av valutakurser – er satt ut av spill. Når i tillegg mekanisme nummer en – konkurser og fordeling av tap på dem som bør ta dem – ikke brukes, ja da tar det tid før man kommer seg ut av den økonomiske krisen.

Hva blir den endelige utgangen? At euroen går over i historien kan ikke utelukkes. I så fall vil hvert enkelt euroland gjenvinne frihetsgrader i den økonomiske politikken. Om europeiske politikere underveis blir mindre engstelige for ryddige konkurser i finansvesenet, slik amerikanske er blitt, skulle den økonomiske tilpasningsevnen i det som i dag er euroland, bli langt bedre i fremtiden.

Hvilket bringer oss til den andre grunnen til at pølseboder og banker behandles forskjellig. Nemlig at banksjefer er flinkere enn pølsbodsjefer til å snakke politikerne rundt.

26. februar 2014

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

Norge er et lite land



Månedsbrev 03/2014

Selv om Finansdepartementet har verdens beste embetsverk, vil ikke ansettelse utenfra i lederstillinger nå og da kunne berike miljøet ytterligere?

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Det skulle gå enda mer enn ti år før man gikk over til høyrekjøring, den vårdagen mor og far, og broren min og jeg, kjørte over Svinesund og inn i Sverige. En dagstur for blant annet å kjøpe sukker. I ettertid har vi mange ganger smilt av denne turen. Dagen etter forkynte morgenavisen at sukker-rasjoneringen i Norge nå var opphevet.

Jeg husker også valutakursen fra den gangen, selv om jeg ikke var store karen. Én svensk krone kostet 1,38 norske kroner. Sverige var storebror både hva gjaldt velstand og valutakurs. Nå er det motsatt. De kommer til oss. Ikke for å få tak i sukker. Men for å få tak i jobb. Og den norske kronen har større kjøpekraft i Sverige enn den svenske.

Lenge har det gått godt i norsk økonomi. Forklaringene på det er mange. En blanding av flaks og dyktighet.

Innunder flaksen kommer all oljen vi har funnet, og ikke minst enigheten internasjonalt om grensen for Norge under vann, før man hadde funnet den. Et annet sentralt element av flaks er den fenomenale veksten i Kinas økonomi de siste tre tiårene – en vekst som har gjort at mye av det vi selger stiger i pris, mens mye av det vi kjøper synker i pris. Råvaredominansen i norsk økonomi var en velsignelse. Sveriges mer ferdigvareorienterte økonomi var langt mer sårbar overfor Kinas inntreden på den globale arena.

Innunder dyktighet kommer talentet vi har vist for å sikre statens eiendomsrett til det

meste av "oljerenten", dvs. av den merverdien dette svarte gullet har i og med at utvinningskostnadene stort sett bare er en brøkdel av prisen. Dyktighet har vi også vist i utviklingen av teknologitunge miljøer med leveranser til Nordsjøen, og etter hvert i stigende grad også til oljeutvinning andre steder på kloden, særlig under vann, hvor Norge er et foregangsland.

Inntektspolitikk og handlingsregel

Dyktighet har vi også vist på to andre områder; evnen til å bli enige om fordelingen av kaka på rimelig vis – inntektspolitikk kalles det, og er et temmelig særnorsk fenomen. Samt evnen til ikke å bruke løpende oljeinntekter etter hvert som de løper inn i statskassen. Etableringen av det som nå kalles SPU, eller Statens pensjonsfond utland, i kombinasjon med den såkalte handlingsregelen, sørger for det.

Hva gjelder inntektspolitikken kom Holden III-utvalget nylig med sin rapport. I mandatet for denne rapporten, som altså er den tredje i rekken ledet av professor Steinar Holden ved Økonomisk institutt ved Universitetet i Oslo, stod det klart at man skulle holde fast på den såkalte frontfagmodellen, dvs. at industrien først blir enige om et lønnsoppgjør før de andre følger etter. Et viktig poeng er at funksjonærene som nå utgjør nesten halvparten av de ansatte i industrien, skal omfattes av oppjøret på linje med gutta og jentene på golvet.

*At en nylig avgått sentralbanksjef ...
går tilbake til jobben som finansråd,
er ikke uproblematisk.*

Holden III leverte. Retningslinjene for fremtidige lønnsoppgjør er nå presisert, og faren for større konflikter redusert.

Hva gjelder SPU – eller Oljefondet – hvem var det som fant på det? Og hvordan kom handlingsregelen på plass? Arne Skauge var finansminister da Oljefondet ble besluttet etablert, og Sigbjørn Johnsen den dagen pengene begynte å strømme inn på det. I starten skulle man ikke bruke noe av disse pengene. Etter hvert som fondet vokste og oljeprisen skjøt i været, ble dette en like umulig som tåpelig posisjon – hva skal man med et fond det ikke er ment å bruke ett øre av?

I mars 2001 fikk man en avklaring. Handlingsregelen kom på bordet. Samtidig ble Norges Bank gitt et nytt mandat for sin pengepolitikk; det operasjonelle målet ble endret fra stabil valutakurs til stabil inflasjon. Det nye mandatet for vår sentralbank gav den også mer makt.

Karl Eirik Schjøtt-Pedersen var finansminister og Jens Stoltenberg statsminister den dagen i slutten av mars 2001 da handlingsregelen for

bruken av oljepenger og inflasjonsmål for pengepolitikken så dagens lys. Men hvem fant på eller tenkte ut disse endringene? Øystein Olsen, nåværende sentralbanksjef, som den gang var ekspedisjonssjef i Økonomiavdelingen i Finansdepartementet, stod sentralt i dette arbeidet. Ansvar for disse endringene – som for en hver endring i den økonomiske politikken og i politikken for øvrig – må selvfølgelig den sittende regjering ta.

En ting er å finne frem til gode regler for den økonomiske politikken. En annen ting er å selge dem til Stortinget og det norske folk.

Hva gjelder handlingsregelen, har politikerne villig vekk kjøpt den – bortsett fra dem i Fremskrittspartiet, men nå i posisjon, sågar med partiformannen som finansminister, ser det ut til at handlingsregelen er blitt god latin også der i gården, selv om det ikke akkurat sies på den måten. Salget av handlingsregelen til politikerne, og til det norske folk, tror jeg vi må gi Jens Stoltenberg en stor del av æren – eller ansvaret – for. Ansvarlighet i den økonomiske politikken, hvori innbefatter ikke å bruke mer av statens penger enn økonomien tåler, er nærmest blitt et mantra som så godt som alle slutter seg til.

Litt som frontfagsmodellen ved lønnsoppgjørene – nytten av den og hensiktsmessigheten av den, stiller man ikke lenger spørsmålsteget ved.

For finansråden og hans ni ekspedisjonssjefer er gjennomsnittsalderen 54 år.

Olsen mot Stoltenberg

Etter et drøyt år i stolen som sentralbanksjef tillot Øystein Olsen seg i årstalen i februar 2012 å foreslå en justering i handlingsregelen. Ettersom Olsen selv ikke var uten innflytelse den gangen regelen ble etablert, kan man bedre forstå at han kunne mene seg berettiget til det. I stedet for å legge til grunn en realavkastning på fire prosent av fondet og la disse fire prosentene være retningsgivende for statlig bruk av midlene, mente den relativt ferske sentralbanksjefen at tre prosent kunne være mer passende. Både fordi en realavkastning på tre prosent synes mer realistisk i et langt perspektiv, og fordi norsk økonomi ikke tåler bruk av særlig mer oljepenger, særlig i en periode der fondet vokser så hurtig.

Dette utspillet likte statsminister Jens Stoltenberg dårlig. I sin takk for maten tale på Grand senere på kvelden, der over to hundre gjester til årstalen var samlet til en bedre middag, gikk han hardt ut mot Olsen. Langt over streken, spør du meg. Man takker vel ikke for maten ved å gå i strupen på verten? Fire-prosent regelen ligger fast, slo han fast. Som en tidligere statsminister trolig ville sagt, det er "klinkende klart".

I Revidert Nasjonalbudsjett som kom noen måneder senere, gikk man nøyere inn på sentralbanksjefens forslag. Ikke uventet var konklusjonen som statsministerens.

Bemerk dog at regjeringen holder seg til Olsens forslag til handlingsregel. De senere årene har man brukt bare tre prosent av Oljefondet og ikke de fire som handlingsregelen tilsier. Noe sentralbank-sjefen ikke unnlot å nevne i sin årstale i februar 2014.¹ Med et temmelig kjapt voksende fond, vil man trolig holde seg nærmere tre prosent enn fire prosent i flere år fremover. Også med en finansminister fra FrP.

Stol-leken

I 1999 gikk Svein Gjedrem fra stillingen som finansråd – det høyeste embetet i Finansdepartementet (eller FIN som innsidere sier) – til sjefsjobben i Norges Bank. Tore Eriksen tok over som finansråd og bekledde denne stillingen i det dusin år Svein Gjedrem var sentralbanksjef. Da Norges Bank jobben var gjort, gikk Gjedrem tilbake til jobben som toppbyråkrat i FIN, mens Eriksen tok turen til Paris som norsk ambassadør ved OECD.

At en nylig avgått sentralbanksjef, etter seks måneders karantene, går tilbake til jobben som finansråd, er ikke uproblematisk. Pengepolitikk virker med et etterslep på to-tre

¹ Noe han neppe ville ha gjort om Jens Stoltenberg hadde sittet på første benk og fortsatt vært landets statsminister.

år. I den årlige Finansmarknadsmeldinga til Stortinget gir Finansdepartementet sin vurdering av den av Norges Banks førte pengepolitikk. Med Svein Gjedrem som finansråd et halvt år etter at han gikk av som sentralbanksjef, må han således gi en vurdering av seg selv. Det er ikke bra.

Tror nok Stoltenberg skjønnte det – dvs. det gjorde han helt sikkert. Men siden Svein Gjedrem er så uovertruffen dyktig – primus inter pares blant ledende embetsmenn i Norge de siste 25-30 årene, og tidene så usikre, var det kanskje greit likevel at han fikk jobben som finansråd tilbake etter å ha ryddet opp i Norges Bank?

Etter finanskrisen har ønsket om stabilitet og trygghet vært meget fremtredende – kom ikke Sigbjørn Johnsen tilbake som finansminister kanskje?² Også når det gjelder utnevnelser til underliggende etater for FIN, holder man seg til det kjente. Både Norges Bank og

Finanstilsynet fikk nye sjefer med lang fartstid som ekspedisjonssjefer i FIN. Det gjorde også Statistisk sentralbyrå.

² De to, Svein Gjedrem og Sigbjørn Johnsen, kjenner hverandre godt. Under bankkrisen tidlig på 1990-tallet var Gjedrem ekspedisjonssjefen som gjorde forarbeidet og Johnsen ministeren som tok beslutningene. Tap ble tatt av dem som skulle ta dem. Nemlig av bankenes egne aksjonærer. Staten kom opp med ny egenkapital, og bankene ble drevet videre. Da Svein Gjedrem var blitt sentralbanksjef og Sigbjørn Johnsen fylkesmann i Hedmark, møttes de to i Norges Banks hovedstyre. Her med Gjedrem som sentralbanksjef og formann, og Johnsen som vanlig medlem.

Etter finanskrisen har ønsket om stabilitet og trygghet vært meget fremtredende.

Interne opprykk – eller bevegelser sidelengs – var tingen for å fylle de tre tomme ekspedisjonssjefsstolene. Som en illustrasjon på det trygge og stabile kan vi notere at gjennomsnittsalderen i Finansdepartementet er 42 år, og at den for femten år siden var om lag fem år lavere. For finansråden og hans ni ekspedisjonssjefer er gjennomsnittsalderen 54 år. Rekruttering utenfra til lederstillinger hører sjeldenhetene til der i gården. Kanskje ikke helt i tråd med Fornyingsdepartementets ønsker?³

Hvor ble det av debatten?

Når stol-leken lekes så intenst som tilfellet er her, dvs. at bare de på innsiden ser ut til å komme i betraktning når viktige stillinger i FIN og underliggende etater skal besettes, vil ikke det på sikt kunne tjene Kongeriket dårlig? Potensielle søkere utenfra til slike stillinger, lar ikke de søknadene bli liggende i skuffen siden det likevel ikke er noe hurrarop

³ Kristin Halvorsen gjorde en glimrende jobb som finansminister. Da hun gikk fra FIN til Kunnskapsdepartementet, ble hun straks mer usynlig. Til tross for at hennes bakgrunn vel skulle tilsi at hun hadde mer å gi i Kunnskap enn i FIN. Hva er forklaringen på dette? En mulig hypotese er at embetsverket hun gikk fra, går langt utenpå embetsverket hun kom til.

å høre om man leverer den? Hvorfor har ikke den utbredte stol-leken i FIN og underliggende etater skapte mer debatt og uro?

En fremtredende sjeføkonom formulerte det slik: "Du vet", sa han til meg, "det er ingen oppside for meg i å gå ut og kritisere at den tidligere sjefen for Norges Bank nå har gjeninntatt jobben som øverste embetsmann i FIN."


Norge er et lite land.

Litt om Norges Bank

Innsidepreget er ikke FIN alene om. Norges Bank liker også det kjente og velprøvde. Da listen over søkere til stillingen som ny visesentralbanksjef ble lagt frem tidligere denne måneden, var det kun én seriøs søker, nemlig direktøren for stabsavdelingen i Norges Bank. Naturlig opprykk kan man kalle det. Og søkerlisten blir en vits.

Som den avgående visesentralbanksjefen har den påtroppende lang fartstid i FIN bak seg.

Kanskje mer alvorlig – i hvert fall for meg – som i egenskap av leder for Centre for Monetary Economics (CME) på Handelshøyskolen BI har ansvar for at den årlige Norges Bank Watch rapporten. Det er en solid gjennomgang av pengepolitikken vår sentralbank har ført, med ros og ris – og gode råd.



Og søkerlisten blir en vits.

Men hva er problemet? Problemet er at snart alle oppegående, norske akademikere som har peiling på pengepolitikk, er inhabile. Hvorfor det? Fordi de enten har II-stillinger i Banken eller nettopp har hatt det, eller er med i Hovedstyret, eller nettopp har vært det.

En form for knebling av en talefører opposisjon, ville en med sterkere trang enn meg til å se det konspiratoriske i ett og alt, ha sagt.

Et godt embetsverk er avgjørende

At Norge går så godt økonomisk er i ikke liten grad embetsverkets fortjeneste, mer presist toppen av kransekaka i FIN, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank. Jerntriangelet har man gjerne kalt denne trekanten. Mange i media og i akademia har fulgt og følger nøye med på hva som foregår innen den sfæren. Er ikke for mye makt her samlet på for få hender? Hviler ikke et gufs av noe udemokratisk og upassende over det hele?

Takk og lov for at vi lever i et demokrati der søkelys kan settes der makt utøves. Så langt jeg kan bedømme har man funnet lite å hisse seg opp over hva gjelder upassende maktutøvelse; til tross for den spesielle tildragelse ved at Svein Gjedrem igjen er finansråd. Og til tross for Tordenskiolds

soldaters glade lek med stoler. Så lenge toppene av kransekakene er befolket med redelig og arbeidsomme folk, som vet å oppdatere seg faglig, som har en pragmatisk tilnærming til de praktiske utfordringene, og som hele tiden har fellesskapets beste for øynene – slik det defineres av den til en hver tid sittende regjering – går det godt.

Politikere kommer og går. Embetsverket består. Jeg tror at et godt embetsverk er viktigere for den økonomiske utviklingen i

landet enn hva vi vanligvis tenker oss. Videre tror jeg at vi vil stå oss på om seleksjonsprosessen for nye toppjobber i dette embetsverket utsettes for en mild form for fornyelse.

14. mars 2014

Oppdatert 19. mars 2014

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

På'n igjen i Kina



Månedsbrev 04/2014

På slutten av 1990-tallet ble det tatt skikkelig tak i statseide foretak i Kina. Nå er det behov for en ny opprydding. "Play it again, Sam."

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

I den fasen et privat næringsliv tok til å vokse frem i Kina, fra tidlig på 1980-tallet, stilte ikke myndighetene så altfor store krav til de statsdrevne foretakene. Bedre med en relativt stor statlig industrisektor som ikke lager bråk, enn en som gjør det. Reform uten tapere. Og med moderate krav og særlige fordeler, opplevde ikke den statsdrevne delen av økonomien det som noen stor trussel at private foretak skjøt opp som paddehatter og dessuten leverte gode resultater. Den økonomiske veksten i Kina i disse årene stod private foretak i all hovedsak for.

“Behold de store og la de små gå”

Midt på 1990-tallet var overskuddene i statsbedriftene sett under ett i samme størrelse som subsidiene de mottok. Det førte til problemer for statsfinansene. På tampen av 1990-tallet hadde mange av de statseide foretakene fått lov til å vokse seg fete og dovne. Slik kan vi ikke ha det, tenkte daværende statsminister i Kina, Zhu Rongji. Som tok kraftig fatt i problemet.

Zhu la til rette for økt konkurranse fra private foretak, strammet inn på låneadgangen de statseide foretakene hadde i de statseide bankene, og gjorde det enklere å legge ned virksomheter som gikk med tap. For å hindre at store, statseide banker skulle gå med i dragsuget, ble mengdevis av dårlige lån tatt ut av bankenes bøker og lagt i egne investeringsselskaper. Disse ble i sin tur finansiert over statsbudsjettet. Og fordi de store statlige bankene – fire i tallet – hadde noe nær monopol i det gjennomregulert bank-

I løpet av noen år sank antall ansatte i statseide industriforetak fra 70 millioner til 30 millioner.

og finansvesen, kunne de ta seg godt betalt for sine tjenester, noe som lot seg avlese i form av meget solide rentemarginer.

Hva gjaldt håndteringen av de statseide industriselskapene gjaldt parolen “Behold de store og la de små gå”. De store statseide foretakene i strategiske sektorer sørget myndighetene for ble drevet videre. Mindre statseide foretak som produserte varer for konsum, og som ikke maktet å fornye seg, lå tynt an.

I løpet av noen år sank antall ansatte i statseide industriforetak fra 70 millioner til 30 millioner. De gjenværende foretakene gikk etter hvert med pene overskudd, som de stort sett selv fikk beholde.

På samme tid ble boligmarkedet i byene gradvis liberalisert. Om du bodde i en bolig eid av det statseide foretaket du jobbet i, ble det lagt til rette for at du kunne kjøpe boligen for en meget billig penge. Kanskje mistet du jobben senere. Å eie sin egen leilighet var som plaster på såret for mange tidligere ansatte i statseide foretak.

De omstillinger som må til, lar seg lettere presse frem når private bedrifter blir seriøse konkurrenter til de statseide.

Finanskrisen rammer Kina

Så kom finanskrisen. Da den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs høsten 2008, ble også Midtens Rike rammet. Eksport som motor for økonomisk vekst, stoppet opp. I enda større grad enn før ble den kinesiske økonomien avhengig av vekst i innenlandske realinvesteringer. Det innebar at fylker og kommuner fikk lettere tilgang på lån. Prosjekter som lå i skuffen, ble trukket frem. Og nødvendig kreditt fremskaffet. Noe tilsvarende hendte for de statseide foretakene. Kvaliteten på investeringene sank, det vil si avkastningen ble dårligere. Evnen til å betjene lånene som hadde gjort investeringene mulig, ble redusert.

Mens statseide banker tidligere i all hovedsak hadde stått for finansieringen av statseide foretak, hadde det i mellomtiden, på grunn av den dårlige renten folk fikk for pengene sine i bankene, vokst frem et grått pengemarked, eller et "shadow banking system". Ved konkurser i næringslivet ville ikke bare stats-eide banker få problemer. Et mer innfløkt finansvesen har som konsekvens at mange flere blir revet med i en eventuell konkurs av større foretak, det være seg privat eller statlig.

I etterkant av finanskrisen hadde graden av lånefinansiering skutt kraftig i været. Denne veksten har bare fortsatt. I februar i år viste tallene en årlig vekst i samlet kredittvolum i Kina på 17 prosent, ned fra over 22 prosent i april året før. Utfordringen for de kinesiske myndighetene nå er å få veksten i den kredittfinansierte etterspørselen ytterligere ned, samtidig som den realøkonomiske veksten holder seg opp på rundt syv prosent. For å lykkes med dette på sikt, må kvaliteten på investeringene som de statseide foretakene og de lokale myndighetene gjør, bli bedre. Strammere rammer for kreditt kombinert med klarere regler for myndighet og ansvar må til.

Har Xi og Li hva som skal til?

Den nye ledelsen i Kina, med Xi Jinping på topp som partiformann og president, og Li Keqiang som statsminister, ser ut til å ha konsolidert makten og er godt i gang med en omstrukturering av statseide foretak. Et viktig element her er at disse foretakene må nå – som for halvannet tiår siden – fokusere på strategiske sektorer. Tendensen disse foretakene har hatt til å gå inn på områder som Zhu Rongji i sin tid jaget dem ut fra, må reverseres. I tillegg må friheten de har hatt til ikke å betale utbytte til eieren, nemlig finansdepartementet, tas tak i. Dette er ikke enkelt. Ledere i statseide foretak, så vel som lokale partipamper som står seg godt på dagens ordninger, vil legge planker i veien for en slik utvikling.

Statsminister Li vil gjøre som sin forgjenger Zhu, nemlig legge forholdene bedre til rette for økt konkurranse fra private foretak. Poenget her er ikke som for Reagan og Thatcher i sin tid – nemlig at privat næringsvirksomhet har en egenverdi i seg selv. Poenget for de kinesiske myndighetene er at mer plass til marked og bedre forhold for privat næringsvirksomhet virker som korrektiv for statsdrevne foretak. De omstillinger som må til, lar seg lettere presse frem når private bedrifter blir seriøse

konkurrenter til de statseide. Den overordnede hensikten med det hele er klar; å sikre Kinas posisjon som en stadig mektigere aktør på den globale arena

10. april 2014

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

Forsvar og finans



Månedsbrev 05/2014

Økningen i inntektene i det amerikanske finansvesenet de siste 50-60 årene er i samme størrelsesorden som hele det amerikanske forsvarsbudsjettet.

Arne Jon Isachsen

**Centre for Monetary
Economics (CME)**

På 1950-tallet brukte amerikanerne om lag 10 prosent av bruttonasjonalproduktet (BNP) til forsvar – en god del mer i de årene Korea-krigen varte (1950-1953). Finanssektorens andel av BNP lå på mellom to og tre prosent. I sum stod således forsvar pluss finans for rundt 12 prosent.

Ser vi på tallene for det siste tiåret, fra 2004 og fremover, ligger utgiftene til det militæret i USA på rundt fire prosent av BNP, mens finanssektoren legger beslag på syv-åtte prosent. Summen, rundt 12 prosent, er den samme som snaue seksti år tilbake i tid. Men sammensetningen er dramatisk endret; en halvering av utgiftene til det militæret og en tredobling av utgiftene til finans. Hvem kunne gjettet det?

Bank og finans er viktige ...

Bank- og finanssektoren leverer viktige saker: Den tar imot oppsparte midler; låner dem ut på intelligent vis; omfordeler risiko; står for betalingsformidlingen; og leverer viktige forsikringsprodukter. På bakgrunn av at finansbransjen har investert så mye i ny teknologi og datakraft var det all grunn til å forvente at denne bransjen ikke skulle vokse, målt som andel av BNP som den legger beslag på. Men det har den altså gjort, både i Amerika og i Norge. Hvilket står i motsetning til andre IKT-tunge bransjer som nå krever mindre ressurser relativt sett for å utføre sine oppgaver i samfunnet. "Financialization", snakker man om i USA – at finanssektoren blir stadig mer dominerende og tar stadig mer av ressursene.

Gjennom 1950- og 1960-årene vokste økonomien jevnt og pent, minner tidligere sentralbanksjef i Amerika, Paul Volcker, om. Uten alle disse finansielle produktene. Og også 1980-årene var bra, sier han, uten CDS-er og CDO-er. Vi hadde like god – om ikke bedre – økonomisk vekst da. Og systemet var langt mer robust. "Jeg vet ikke om noe hendte som med ett gjorde finansielle innovasjoner til noe essensielt for økonomisk vekst." Undrer han.

Warren Buffett, USAs mest anerkjente investor, ble av mange sett på som gammel-dags og lite smart når han holdt seg unna sofistikerte finansielle produkter under opp-løpet til det som ble en finanskrisen. Såkalte derivater. Hans argument var greit; han vil ikke investere i produkter han ikke forstod noe av. Dessuten fryktet han at disse produktene, på grunn av sin kompleksitet som blant annet førte til at mange ikke visste hva slags risiko de satt på, kunne føre til det de førte til – en global, finansiell krise. "Financial weapons of mass destruction" kalte Buffett slike instrumenter for. Og fikk mer rett enn han vel selv egentlig hadde ønsket.

Mens utgifter til det militæret er ment å påføre andre land og folk skader, endte utgifter til finans med å påføre amerikanerne selv stor skade, og i neste omgang også resten av verden.

Men hva med allokeringen av kapitalen, eller fordelingen av den, vil ikke den vært dårligere i betydningen mindre produktiv, om ikke finanssektoren hadde ekspandert så kraftig? Nyere forskning, som det heter, peker

Greenspan av i dag vil ha mer egenkapital i bankene.... Samtidig vil han ha mindre banker.

i retning av at små og nyetablerte foretak kan ha hatt nytte av et mer avansert finansmarked.¹ Og for amerikanske husholdninger har menyen av spareprodukter blitt bredere.

På den annen side har ikke kostnadene i bank og finans gått ned, til tross for ny teknologi og mer datakraft. Sektoren har snarere revet til seg mange av de beste talentene i samfunnet, gjennom gode lønnsbetingelser og fete bonuser. Og videre, bankers og andre finansforetaks villighet til å låne ut midler til fremtidige huseiere i USA, der mange av dem åpenbart ikke ville evne å betjene lånene, var startskuddet for finanskrisen.

... men unødig komplisert

Spareproduktene for amerikanske husholdninger ble ikke bare flere, de ble også mer kompliserte. Finansbransjen sett under ett er preget av nettopp det – en økende kompleksitet. Hvilket i seg selv svekker gjennomsiktigheten og gjør det vanskeligere å holde oversikten, noe reguleringsmyndighetene i USA, og dernest i andre land, bittert fikk erfare da finanskrisen brøt ut.

¹ Se "The Growth of Finance" av Robin Greenwood og David Scharfstein, i Journal of Economic Perspectives, Spring 2013, side 3–28.

Alan Greenspan, som høsten 1987 tok over etter Paul Volcker som sjef for Fed, og ble sittende i denne jobben i mer enn 18 år, er bekymret for den tiltakende kompleksiteten i systemet. Til tross for at han, som han selv sier, er en "fairly good mathematician", hadde han i sin tid som sjef for Amerikas sentralbank ikke den fulle oversikt over hva som egentlig foregikk. Hans medarbeidere i den amerikanske sentralbanken hadde heller ikke det.

Greenspan av i dag vil ha mer egenkapital i bankene. Da blir sjansene for at banker går konkurs mindre. Samtidig vil han ha mindre banker. Da vil systemet tåle at banker går overende. I så fall blir banker som andre foretak, uten noen garanti fra myndighetene om at de vil bli reddet om konkurs skulle true. Og tapene vil bli tatt av bankens eiere og av dem som har lånt penger til risikoglade banker.

Er det essensielt at arbeidsdelingen i vår økonomi krever "an ever increasing amount of financial insight?", spør Greenspan videre. Og uttrykker selv engstelse for at ikke-finansiell sektor ender opp med å kjøpe tomme finansielle tjenester, eller ren "waste".²

Verken økonomisk vekst eller stabiliteten i økonomien er blitt bedret på grunn av finansbransjens tiltakende kompleksitet, mener Adair Turner, tidligere sjef for Finanstilsynet i Storbritannia. Derimot har systemet lagt forholdene til rette for at de som jobber

² Hentet fra Gillan Tetts intervju med Alan Greenspan i Financial Times, 25. oktober 2013.

*Et enklere og mer gjennomiktig
finansvesen ville også gitt
amerikanere flest mer tillit til dette
vesenet.*

der, utnytter andre uten at økonomiske verdier skapes. En saftig salve fra en som har strevd med å holde orden på finansvesen og finansfolk.

Hele militærvesenet i USA lar seg dekke av finanssektorens vekst

Hvordan ville verden sett ut om amerikanerne hadde nøydt seg med å allokere to-tre prosent av BNP til finanssektoren, slik de gjorde på 1950-tallet, snarere enn syv-åtte prosent, som de gjør nå?

Vel, rent matematisk ville differansen (på fire-fem prosent) være nok til å finansiere hele det amerikanske militærvesenet, verdens største, med nærmere 40 prosent av klodens samlede militærutgifter. Egentlig helt utrolig; at økningen i inntektene i det amerikanske

finansvesenet de siste 50-60 årene, er i samme størrelsesorden som hele det amerikanske forsvarsbudsjettet.

Rent realøkonomisk ville veldig mange dyktige og intelligente folk som nå tjener fett i finans, gjort noe annet. Det ville bidratt til økt verdiskapning.

Videre ville Alan Greenspans bekymring om at ikke-finansielle sektor kjøper ren "waste" fra den finansielle sektor, vært mindre. Og Warren Buffets engstelse for utviklingen av finansielle masseødeleggelsesvåpen, ville dempes.

Et enklere og mer gjennomiktig finansvesen ville også gitt amerikanere flest mer tillit til dette vesenet.

13. mai 2014

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

Om å ha det som grever



Månedsbrev 06/2014

Kapital i det tjuelførste århundre er boken alle snakker om. Budskapet er enkelt. Tiltakende økonomiske forskjeller er ikke naturgitt. Vi bør gjøre noe med dem.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Le capital au XXI siècle heter originalen som kom ut i september 2013, skrevet av den da 43 år gamle professoren Thomas Piketty ved Ecole d'économie de Paris. Men skikkelig fart i sakene ble det først da den engelske versjonen av boken forelå syv måneder senere; *Capital in the Twenty-First Century*. Sjelden har en fagbok i økonomi fått så stor oppmerksomhet og solgt så godt på så kort tid.

Tiltakende forskjeller

Hva er grunnen? Grunnen er enkel. Professor Thomas Piketty tar et oppgjør med de tiltakende økonomiske forskjellene i verden. Når den ene prosenten på toppen har tatt så godt som hele inntektsveksten i amerikansk økonomi de siste 30-40 årene, da er det noe galt fatt, mener Piketty. En tilbakevending til de store økonomiske forskjellene vi hadde i Europa før 1914 – og særlig i Storbritannia og Frankrike – er lite å trakte etter. Det paradoksale, sier den franske professoren, er at det er USA som nå fører an i utviklingen av tiltakende økonomiske forskjeller. Amerika som var likhetens og mulighetens land. Der odelsretten ingen plass hadde. Der frihet og likhet var de bærende verdier. Der man ikke kunne testamentere eiendommer for generasjoner fremover. "The Earth belongs to the living", som Thomas Jefferson, forfatter av den amerikanske uavhengighetserklæringen og USAs tredje president, uttrykte det.

Visste du at høyeste marginalsatt i USA falt fra 70 prosent i 1980 til 28 prosent i 1988? I samme periode steg lederlønningene før skatt

Når temaet inntekt, formue og skatt debatteres, settes følelser i sving.

markant. Med lavere toppskatt blir ledere mer hissige på å presse frem høyere lønn, for nå vil de jo selv beholde mer av penga. De lykkes over all måte godt med dette. Den norske modellen der partene i arbeidsmarkedet kan godta lavere nominelle tillegg om staten bidrar med reduserte skattesatser, gjelder ikke for høye lønninger i andre land (og kanskje heller ikke for høye lønninger i Norge).

Det er en villet utvikling vi ser, minner Piketty om, og vil ha den progressive inntektsskatten tilbake. Det er intet naturgitt i at de økonomiske forskjellene skal være så store som de nå er blitt. Enkle politiske grep kan settes: I tillegg til en progressiv inntektskatt vil professor Piketty la arveavgift, skatt på formue, og skatt på avkastning av formue få viktigere roller å spille for en jevnere fordeling. Han mener å kunne vise at høyere marginalsatt ikke vil ha en dempende effekt på viljen til å arbeide. Men legger til at helt sikker kan man ikke være; "that is the beauty of the social sciences".

Skatt og følelser

Når temaet inntekt, formue og skatt debatteres, settes følelser i sving. Det kaller på anvendelse av samfunnsfag utover økonomifaget. Pikettys store fortjeneste er hans evne til

å trekke inn det brede, historiske bildet, tegne samfunnet i langt flere nyanser enn vanlig er, samt et nitidig arbeid for fremskaffelse av data fra mange land. Nettopp dette siste er i disse dager grunnlag for heftig debatt. Hva som debatteres mindre, er professorens påpekning av normenes betydning for skattepolitikken. Tradisjonell økonomisk teori, der lønn må sees i lys av hvilken merverdi den enkelte leder tilfører bedriften, blir for spinkel. Ganske enkelt fordi denne merverdien ikke lar seg måle. Derfor blir holdninger og normer av stor betydning for lønn og annen inntekt. Og på dette området har mye skjedd siden Reagan og Thatcher. I mange land godtar man nå forskjeller i lønn og inntekt som ville blitt sett på som helt urimelige og således helt utenkelige bare få tiår tilbake.

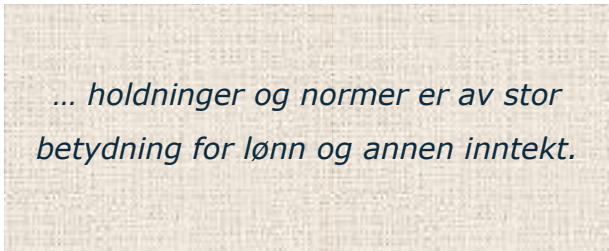
Inspirert av Karl Marx og Jane Austen

I introduksjonen til boken forteller professor Piketty sine lesere at han etter sin doktorgrad i økonomi Frankrike, i en alder av 22 år, fikk jobb på et universitet "near Boston" – de fleste av oss ville sagt MIT. Og videre, om sin avhandling, at den bestod av relativt abstrakte, matematiske teoremer. "Yet the profession liked my work." Selv synes han det er stusselig at profesjonen ikke er mer opptatt av virkelighetens verden. Karl Marx, minner han om, stilte de viktige spørsmålene, "...economists today would do well to take inspiration from his example".

Selv lar altså Piketty seg inspirere. Ikke bare av Marx, men også av skjønnlitterære for-

fattere som engelske Jane Austen og franske Honoré de Balzac. Både av den innlevelsen i tilværelsen for fattig og rik på sent syttenhundretall som disse eminente fortellerne gir, og for de eksakte observasjoner om inntekt og formue; priser og lønninger som finnes i deres romaner.

Tidvis er det slik at kunstneren ser lengre enn nesetippen til forskeren rekker. Jeg minner om Henrik Ibsens mange skuespill om samtidsproblemer som samtiden ikke så, fra kvinnefrigjøringen i *Et dukkehjem* til forurensning i *En samfunnsfiende*.



... holdninger og normer er av stor betydning for lønn og annen inntekt.

De kjemperike – før og nå

De kjemperike på Austen og Balzacs tid hadde mindre *velstand* enn mange nordmenn av i dag har. Tenk bare på hvor lett og billig og behagelig det nå er å reise verden rundt. Mens herskapet i Downton Abbey må humpe av sted i lite komfortable biler på hullete veier, ta støyende tog og langsomme båter, kan vi suse av sted i bil eller fly, eller ta hydrofoil over fjorden. Eller tenk på lukt og annet griseri som Ludvig den 14. måtte uttåle på sitt slott i Versailles? Man kunne kjenne på kilometers avstand at man nærmet seg slottet, heter det seg. Hva ville vel ikke stormennene av den gangen gitt for et moderne bad, med

membraner, fliser, vannklosett, badekar og god lufting?

Vi har færre tjenere nå enn på Jane Austens tid. Men flere tannleger. Mon tro hva en rikmann for vel hundre år siden ville betalt for en skikkelig sjekk av tanngarden, slik du og jeg får i dag? Par rotfyllinger, par kroner, og et dusin hull fikset på noen timer. Uten særlig smerter i dagens tannlegestoler. Men med en enorm gevinst; fravær av smertefull tannverk i årene som ligger foran.

Selv om forskjeller i formue og inntekt et stigende, er kanskje forskjellen i levestandard mindre nå enn før, i hvert fall om man ser på dem i øvre halvdel av inntektsskalaen her i landet. Det skyldes at mye av det "superrike" nordmenn gjorde i gamle dager, er langt billigere nå og således tilgjengelig for den jevne nordmann av i dag. Samt at teknologi og medisin har løst problemer man tidligere ikke hadde noen løsning på.

"Nå har vi det som grever", sier vi når livet smiler som på det beste til oss. Kanskje har vi det bedre enn de gamle grevene? I hvert fall

vi som har fått rotfylt en verkende jeksel og satt krone på toppen.

Vil boken til Piketty bli lest?

Om avkastningen på kapitalen overstiger den økonomiske veksten, og eierne av kapital i all hovedsak sparer i denne avkastning, vil kapitaleierne ta en stadig økende andel av verdiskapningen. Om de øverst på lønnsstigen stadig drar ifra dem lenger nede, trekker det i samme retning; et samfunn preget av stadig større forskjeller. Den økonomiske politikken må legges om for å møte en slik utvikling. Det er budskapet til den franske professoren.

Jeg sitter litt med følelsen av at Pikettys bok kan lide samme skjebne som Karl Marx' *Kapitalen* og Marcel Prousts *På jakt etter den tapte tid*. "Alle" er opptatt av den, men få har lest den.

6. juni 2014

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

Working Paper Series

- 1/10 **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Konsekvenser for USA
- 2/10 **Isachsen, Arne Jon**
Korrupsjon i Kina – Kommet for å bli?
- 3/10 **Isachsen, Arne Jon**
Om spekulasjon i valutamarkedet
- 4/10 **Steigum, Erling**
Norsk økonomi etter 1980 – fra krise til suksess
- 5/10 **Isachsen, Arne Jon**
Fortellinger om samfunnet
- 6/10 **Isachsen, Arne Jon**
Hva Kina vil
- 7/10 **Isachsen, Arne Jon**
Kinas makt
- 1/11 **Børsum, Øystein**
Exchange Rate Risk in the Government Pension Fund Global
- 2/11 **Isachsen Arne Jon**
Penge- og valutapolitikk i Kina
- 3/11 **Alstadheim Ragna**
Om nye virkemidler i pengepolitikken – avgrensning mellom pengepolitikken og finanspolitikken
- 4/11 **Isachsen Arne Jon**
Økonomi er risikosport
- 5/11 **Steigum Erling**
The Norwegian Banking Crisis in the 1990s: Effects and Lessons
- 6/11 **Isachsen Arne Jon**
Felles valuta krever felles vaner
- 1/12 **Isachsen Arne Jon**
Is China Falling Apart?
- 2/12 **Isachsen Arne Jon**
På vandring
- 3/12 **Nerheim, Reidun Grue**
Investeringsstrategien for statens pensjonsfond utland
- 4/12 **Steigum, Erling**
Sovereign wealth funds for macroeconomic purposes
- 1/13 **Isachsen, Arne Jon**
Bollinger champagne

Working Paper Series

- 2/13 **Mork, Knut Anton**
Etter oljen: Utfordringer for norsk økonomi
- 3/13 **Andersen, Torben M.**
Finanspolitikk og den økonomiske og monetære union
- 4/13 **Isachsen, Arne Jon**
Bank og Finans – Hva har hendt? Og hva har vi lært?
- 5/13 **Utne, Amund**
EØS-avtalen
- 6/13 **Isachsen, Arne Jon**
Stabilt eller robust?
- 7/13 **Bjørnland, Hilde C. and Leif Anders Thorsrud**
Ringvirkninger
Norsk økonomi og olje
- 8/13 **Isachsen, Arne Jon**
De gamle er eldst
- 1/14 **Steigum, Erling and Øystein Thøgersen**
A crisis not wasted – Institutional and structural reforms behind Norway's strong macroeconomic performance
- 2/14 **Isachsen, Arne Jon**
Ulikhetens pris
- 3/14 **Høien, Torgeir**
Nibor-mysteriet
- 4/14 **Isachsen, Arne Jon**
Noen betraktninger om Oljefondet
- 5/14 **Isachsen, Arne Jon**
Bank og pølsebod – Hva er forskjellen?

Norges Bank Watch Report Series

- No 1/2000** **Hamilton, Carl , Øystein Thøgersen, Marianne Andreassen og Harald Magnus Andreassen**
Norsk pengepolitikk, Norges Banks rolle og bankens gjennomføring av pengepolitikken i 1999 og første del av 2000
- No 2/2001** **Andreassen, Harald Magnus, Paul De Grauwe, Haakon Solheim and Øystein Thøgersen**
A review of inflation targeting, the Norwegian monetary regime and its institutional arrangements and Norges Bank's actual monetary policy and communication
- No 3/2002** **Svensson, Lars E. O., Kjetil Houg, Haakon O. Aa. Solheim and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway
- No 4/2003** **Ekeli, Thomas, Anne Kari Haug, Kjetil Houg and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy in Norway.
- No 5/2004** **Bjørnland, Hilde C., Thomas Ekeli, Petra M. Geraats and Kai Leitemo**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 6/2005** **Dørum, Øystein, Steinar Holden and Arne Jon Isachsen**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 7/2006** **Dørum, Øystein and Steinar Holden**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 8/2007** **Goodfriend Marvin, Mork Knut Anton and Söderström Ulf**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 9/2008** **Juel Steinar, Molnar Krisztina and Røed Knut**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 10/2009** **Bergman Michael, Juel Steinar and Steigum Erling**
Monetary Policy and the Financial Turmoil.
- No 11/2010** **Bjørnland Hilde C., Clarida Richard, Holvik Elisabeth and Steigum Erling**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 12/2011** **Bjørnland Hilde C. and Wilhelmsen Bjørn Roger**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 13/2012** **Torvik Ragnar, Vredin Anders and Wilhelmsen Bjørn Roger**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 14/2013** **Boye Katrine Godding and Sveen Tommy**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 15/2014** **Mork Knut Anton, Freixas Xavier and Aamdal Kyrre**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.

CME

Centre for Monetary Economics, BI Norwegian Business School

Office Manager: Siv Bjercke

Address: Nydalsveien 37, N-0484 Oslo, Norway

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

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

ISSN 1503-3031