

Working Paper Series 5/10

FORTELLINGER OM SAMFUNNET

Arne Jon Isachsen
CME/BI

Juni 2010



Centre for Monetary Economics
BI Norwegian School of Management

FORTELLINGER OM SAMFUNNET

På tide med en ny revolusjon?.....	2
Hva er problemet med Hellas?	6
For få konkurser?	10
Global rebalansering?.....	13
Hva nå Hellas?	17
Gullivers reiser	20
Samfunnsvitenskap – eller fortellinger om samfunnet?	24

Dette arbeidsnotatet setter sammen Månedsbrevet for årets seks første måneder.

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Januar 2010

PÅ TIDE MED EN NY REVOLUSJON?

Keynes' forklaring på den økonomiske depresjonen på 1930-tallet innebar en revolusjon i måten man forstod økonomiens virkemåte på. Hans innsikt bar i seg kimen for løsningen av problemet. Krisen vi nå kjemper oss ut av, har sitt episenter i verdens finansmarkeder. En bedre forståelse av virkemåten til disse markedene er det behov for.

Finanskrisen kom kastende på oss, som lyn fra klar himmel. I skrivende stund kan det se ut for at verden har håndtert krisen rimelig bra. Myndighetene i USA får en god del av pengene tilbake som de gav i nødhjelpslån til et raskt skrantende bankvesen. Den økonomiske veksten er tilbake i mange land, og arbeidsløsheten har sluttet å stige.

Håndteringen av krisen har imidlertid kostet staten dyrt. I mange land, som Hellas, Italia og Spania – og også i USA og Storbritannia – vokser statens gjeld raskere enn hva som holdbart er. De statsfinansielle problemene blir ikke mindre av at mange land rundt Middelhavet får et stadig sterkere preg av gamlehjem. Dette siste gjelder i enda større grad Japan. Og om noen tiår trolig også Kina.

Den keynesianske revolusjonen

Finanskrisen har vært håndtert med innsikten som John Maynard Keynes gav oss i boken *The General Theory of Employment, Interest, and Money* fra 1936. Her konstaterte Keynes at etablert teori ikke kunne forklare den økonomiske depresjonen som startet tidligere på 1930-tallet. Arbeidsledigheten økte, for deretter å bli liggende på et uhørt høyt nivå i mange land. Den keynesianske revolusjonen, som vi nå sier, satte fokus på en utelatt variabel, nemlig *samlet etterspørsel*.

Klassikerne – de som rådet grunnen på Keynes' tid – tok for gitt at den samlede etterspørselen alltid var stor nok. Dersom jeg odler frem Ringerikspoteter og selger dem på torget, vil jeg i

neste omgang handle tomater og epler for pengene. Tilbudet av poteter skaper etterspørsel etter epler og tomater.

Men hva om jeg i stedet sparer pengene som salget av poteter innbringer? Det er intet problem. Økt sparing tvinger renten ned. Investeringene øker, dvs. etterspørselen etter realkapital går opp. Noen bekymring for arbeidsledighet trenger man ikke ha i en velfungerende markedsøkonomi. Tilbud skaper sin egen etterspørsel. Det er god latin i klassisk teori.

Nei, sa Keynes, så enkelt er det ikke. Om sparingen tar form av innskudd i bank, og bankene ikke finner gode prosjekter å låne pengene ut til, til tross for en rente nær null, kan et lands økonomi slå seg til ro – finne likevekt – med en stor skare arbeidsløse, mente han.

Keynes' forklaring på den økonomiske depresjonen på 1930-tallet bar i seg kimen for løsningen av problemet. *Samlet etterspørsel* i økonomien måtte stimuleres. Om ikke renter ned mot null løste problemet, fikk staten selv se til at etterspørselen etter varer og tjenester tok seg opp. Underskuddsbudsjettering på statens hånd måtte til, dvs. at myndighetene bruker mer penger enn de selv tar inn.

Det har vi alle gjort – dratt til så det holder med underskuddsbudsjettering på statens hånd i mange land. Tenk bare på Kina med sitt program for bruk av fire tusen milliarder yuan over 27 måneder, eller USA som blar opp 787 milliarder dollar i økte bevilgninger over statsbudsjettet. Eller vårt eget lille Kongerike der handlingsreglen for bruk av oljepenger strekkes i lengste laget.

Hva ville Keynes gjort?

Våren 2005 holdt Ben Bernanke et godt foredrag om spareoverskuddene i Kina og spareunderskuddene i Amerika. Men han nøyde seg med å redegjøre for fenomenet snarere enn å gi noen anvisning på hvordan problemet med makroøkonomiske ubalanser skulle møtes. Hva ville Keynes gjort?

Om Keynes hadde stått fast på sine synspunkter fra Bretton Woods forhandlingene i 1944, ville han ha begrenset kapitalens mobilitet internasjonalt og lagt en avgift på akkumulerte overskudd. Med begrenset kapitalmobilitet blir det ikke så enkelt for underskuddsland å finansiere sitt overforbruk. Og med avgift på akkumulerte valutareserver, blir det mindre interessant å ha overdrevne store beholdning av andre lands verdipapirer.

En sterkere yuan mot dollar ville vel Keynes også anbefalt. Trolig i form av en engangs oppskrivning. Flytende valutakurser hadde han lite til overs for. Om en sterkere yuan skal bidra til å bedre USAs handelsbalanse, må imidlertid produksjonen i Amerika opp relativt til egen bruk av varer og tjenester. Det kan problemet kan ikke kineserne løse for amerikanerne. Men kineserne kan bidra ved selv å legge om til en mer konsumdrevet økonomisk vekst.

Egeninteresse og slett moral

Men rådene til Keynes i avsnittet over lar seg neppe omsette i praksis. Til det er egeninteressen til mektige aktører i finansmarkedene for stor. Og moralen for slett, er jeg

fristet til å si. Noe president Barack Obama nylig sa på elegant vis til banksjefer, der planen om at banker skal betale en forsikringspremie på innlån, på samme vis som de betaler en forsikringspremie på innskudd, ble lagt frem:

”Instead of sending a phalanx of lobbyists to fight this proposal or employing an army of lawyers and accountants to help evade the fee, I suggest you might want to consider simply meeting your responsibilities.”

Obamas prosjekt for Amerika er ikke småtteri. Et mer hederlig og skikkelig samfunn der ressurser går til produktiv innsats snarere enn til å skulle lure seg unna eget ansvar.

Klaus Schwab, lederen for World Economic Forum, som hvert år samler mektige næringslivsledere og maktglade politikere i Davos, er inne på det samme. Han mener at ledere i næringslivet skal ivareta interessene til kunder, leverandører og ansatte, og ikke bare ha for øyet aksjonærenes kortsiktige interesser. Vi må tenke gjennom våre etiske normer, mener Schwab.¹ Debatten om bonus til sjefer i amerikanske banker er symbolet på en mer fundamental utfordring. Nemlig at ledere i næringslivet må gjenoppdage at de har et ansvar for det samfunnet bedriftene de leder er en del av.

Kjernen i en revolusjon

Men tilbake til revolusjonen. Hva kan tenkes å være sentrale elementer i en ny revolusjon for økonomisk teori? *Mikrofundamentet for atferd i makro* er mitt forslag. På dette området har en god del arbeid blitt gjort. Men noe ensporet tror jeg vi kan si at forskningen her har vært, til tross for et dryss av velfortjente Nobelpriser. Man legger til grunn rasjonell atferd av ”homo oeconomicus” der fokus utelukkende er på egen materiell velstand. Der den enkelte har rikelig tilgang på informasjon, er en kløpper i økonomifaget, og har regneferdigheter ut av en annen verden.

Begrepet rasjonalitet er kraftig snevret inn. ”No man is an island unto himself”. Så sa den engelske poeten John Donne for flere hundre år siden. Vi søker anerkjennelse og aksept av andre. Det kan gi flokkatferd og konformitet. Hvorfor valgte mange islendinger å finansiere sin bolig i japanske yen? Fordi renten var lav, og naboene gjorde det. Aktørene var ikke rasjonelt kalkulerende enkeltindivider.

Incentivstrukturen i finansmarkedene er preget av en farlig asymmetri. Med erfaring for at store banker blir reddet om det går skeise, og med en kultur for meget fete bonuser (i gjennomsnitt vil de mange tusen ansatte i Goldman Sachs få utbetalt om lag en halv million dollar for 2009 – kriseåret da staten måtte tre støttende til), hva holder bankene tilbake for fortsatt urimelig risikotaking med solid oppside, men med tilsvarende stor fallhøyde? Kron, jeg vinner. Mynt, samfunnet ved skattebetalingene, taper.

Finansmarkeder som gjør at mange får lån som ikke skulle hatt det, har ødeleggende konsekvenser for den økonomiske utviklingen i et land. Boliger fraflyttes. Bedrifter står tomme. Etter finanskriser vil staten gjerne måtte tre inn – ta over lånene til private og stimulere økonomien ved underskuddsbudsjettering. Japan er et godt eksempel, med en brutto

¹ ”Bank Bonuses and the Communitarian Spirit” heter artikkelen, som stod i *Wall Street Journal* den 19. januar i år. ”There is a real danger”, advarer Schwab, ”that the financial and economic crisis will develop into a real social crisis.”

statsgjeld på vel det dobbelte av BNP (mot bare vel 40 prosent i USA). Nyere forskning, som det heter, peker i retning av at når statsgjelden er på størrelse med BNP, vil veksttakten i økonomien være ett prosentpoeng lavere enn ved sunnere statlige finanser.

..... som vil redde kapitalismen

Med sin innsikt bidrog Keynes til å redde kapitalismen. Ikke at kapitalismen nødvendigvis har en egenverdi. Det sentrale er at marked og konkurranse gir en bedre utnyttelse av de økonomiske ressursene enn andre måter å gjøre det på. Pluss – og her kommer egenverdien inn likevel – marked og konkurranse gir den enkelte en frihet som det ikke er rom for i en planøkonomi.

Nå er det finansmarkedene som må tuktes. Men først må de forstås.

22. januar 2010
Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside
<http://home.bi.no/fag87025/>

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Februar 2010

HVA ER PROBLEMET MED HELLAS?

Tilgang på for mye kreditt, for billig kreditt, for lenge – det er problemet med Hellas. Er det mulig at Club-Med-landene kan etablere en kjærighet til lav inflasjon og stabilitet slik eurosamarbeidet forutsetter, og slik Tyskland praktiserer? Hvis svaret på det er nei, kan mye tyde på at om noen år har færre land euro som valuta enn i dag.

Tilgang på for mye kreditt, for billig kreditt, for lenge – det er problemet med Hellas. Tilsvarende forhold lå bak finanskrisen. Mens det den gang var banker og andre finansforetak som hadde tatt seg vann over hodet, er det nå statsmyndighetene i mange land som har kommet ut på galeien.

I Hellas har statens gjeld steget raskt de senere år, og statens lånebehov enda raskere. Mange undrer seg nå på om gjelden vil bli betjent. Denne undringen – eller engstelsen – gjenspeiler seg i en rente på greske statsobligasjoner som fort vekk er dobbelt så høy som renten på tilsvarende tyske. Selv om begge papirene er i euro. Slik var det ikke tidligere.

Da Hellas i 2002 tok euroen i bruk, var renten som den greske stat kunne låne til, bare litt høyere enn den tyske renten. Ingen så for seg noen fare for ”default”. Hadde man ikke Stabilitets- og Vekstpakten som satte klare begrensninger på statlige låneopptak for Eurolandene? Nettopp for å sikre at vi ikke skulle få en slik utvikling vi har fått. Men det har vi altså. Fått en utvikling der hele eurosystemets fremtid med ett er kommet i spill.

Tre spørsmål reiser seg i denne sammenhengen. Hvem skal ta konsekvensene av de altfor store låneopptakene som den greske stat har gjort? Hva slags endringer av strukturell karakter må til for å finne en varig løsning på problemene? Hvordan lykkes med å sette disse endringene ut i live?

Hvem tar konsekvensene?

For å kunne betjene sin gjeld, dvs. betale renter og avdrag i tide, trengs inntekter. Statsmyndighetene skaffer seg inntekter ved å pålegge skatter og avgifter. Mange tviler nå på om den greske staten klarer å samle inn nok penger. Både fordi den økonomiske veksten er lav. Og fordi evnen og viljen til å kreve inn skatter og avgifter i Hellas står noe tilbake å ønske. Skatteetaten er preget av utbredt korrupsjon. Pengene som staten har krav på, ender i andre lommer. Det virker demotiverende på den jevne greker. Hvorfor betale skatt når systemet er korrupt og de store vrir seg unna?

Om ikke greske skattebetalere makter å holde sin egen stat flytende ved å betale inn nok i skatter og avgifter, hva da? To muligheter foreligger. Enten at skattebetalere i andre land tar noe av regningen. Og/eller at de som har lånt penger til den greske stat, ikke får igjen alt som de hadde tenkt seg.

Den første varianten diskuteres intenst i disse dager. Innen EU skal planer for de statlige finansene i det enkelte land godkjennes av Ecofin, rådet av EUs finansministre. Tidligere i februar trodde greske politikere at Ecofin skulle godkjenne planen de kom med. At EU-landene skulle vise solidaritet med Hellas. Stille opp med garantier og lån slik at Hellas fikk tid på seg til å heve skattene, ta ned de offentlige utgiftene, forlenge pensjonsalderen, etc. Gi oss noen år, sa de greske politikere – anført av statsminister George Papandreou, sønn av en tidligere statsminister med fornavn Andreas, som i sin tur hadde en annen statsminister til far, George het han også – så skal vi få orden på det hele.

Men nei, å gi billige lån til Hellas, på bekostning av egne lands skattebetalere, det gjør vi ikke på dette grunnlaget, sa Ecofin. Hellas fikk en måned på seg, til midten av mars, med å komme opp med en mer solid og troverdig plan. Temmelig forarget reiste de greske politikere hjem. Til demonstrasjoner i et land preget av misnøye.

Her er flere problemer. Den europeiske sentralbanken, som styrer euroen, har ikke lov til å gi medlemslandene lån. Det har ikke andre EU-organer heller, med mindre omstendighetene er helt spesielle. For EU-land enkeltvis å gi lån til Hellas er heller ikke enkelt. Hvorfor skal arbeidsomme tyske skattebetalere ordne opp for uansvarlige greske politikere? Den økonomiske og monetære unionen (ØMU) i EU er en pengeunion – ingen finanspolitisk union.

Den andre varianten – å løpe fra sin statsgjeld – valgte Argentina i 2001. Nye politiske ledere ville ikke ta ansvar for de feilgrep forgjengerne hadde gjort. Det skal mye til før Hellas velger en slik løsning. Har ikke grekerne i frie, demokratiske valg avgjort hvem som skal styre landet? Og må ikke da grekerne selv ta ansvar for resultatet? Kanskje familien Papandreou har sittet med makten lenger enn hva som sunt er. Prestisje og troverdighet står på spill. Ved betalingsnektelse av statsgjelden er det dessuten fare for at greskeide verdier i andre land blir beslaglagt.

Prestisje står på spill for EU også. Nettopp troen på at EU ville komme som en reddende engel for Hellas, bidrog til lave renter lenge. Men nå innser mange at "default" på gresk statsgjeld ikke trenger bety euroens endelikt. Like lite som betalingsnektelse på gjeld for New York by i sin tid ville ha ført til dollarens død. Om finansmarkedene tidligere hadde krevd langt høyere rente på greske statspapirer, ville opplåningen vært mindre, og dagens problemer

enklere å håndtere. Rentedifferansen mellom greske og tyske statspapirer indikerer markedets vurdering av sannsynligheten for betalingsnektelse.

Behovet for strukturelle endringer

Om underskuddet på handelsbalansen skal ned, må grekerne eksportere mer og importere mindre. Om underskuddet på statsfinansene skal ned, må grekerne betale mer i skatt og få mindre igjen av det offentlige. Felles for begge endringene; her må ytes mer og nytes mindre. I sannhet en ugrei politisk pakke å selge.

Men riset til egen bak har grekerne laget selv, levd over evne som de har gjort i mange år. Ja, de kom sågar inn i ØMU på uredelige vis. Man jukset med tallene slik at kravene for å kunne ta euroen i bruk, lot seg tilfredsstillende. Statistikkbyrået som lager tallene, har ikke hatt lang nok avstand til politikerne. Statlige utgifter ble holdt utenfor statsbudsjettet.

Professor Martin Feldstein ved Harvard University har foreslått at Hellas midlertidig tar tilbake sin drachme, til kurs 1:1 mot euro, for samtidig å gjøre det klart at man senere vender tilbake til eurosamarbeidet med kurs 1:1,30. Men, sier Feldstein, "bank balances and obligations would remain in euros. Wages and prices would be set in drachma."²

En slik "syntetisk" devaluering på 30 prosent gir bedre konkurranseevne for greske bedrifter. Målt i euro faller løpende lønninger, og priser på eksportvarene, kraftig. Underskuddet på handelsbalansen går ned. Som takk for at andre EU-land lar grekerne få anledning til en slik engangsbedring av konkurranseevnen, vil det forventes at de godtar en finanspolitisk pakke bestående av mer skatter og mindre utgifter. Statsfinansene bedres. I samme retning trekker en økning i aktivitetsnivået i økonomien.

Ved en nedskrivning av valutaen blir importerte varer dyrere. Reallønnen, dvs. kjøpekraften av pengene du får i lønningsposen, synker. En annen måte å ta ned kjøpekraften av lønningene på, er ganske enkelt å kutte dem – legge færre euro i lønningsposen – slik man har fått til i offentlig sektor i Irland. Feldsteins forslag har således mange likhetspunkter med et generelt kutt i lønnsnivået.

Hvordan lykkes med å sette nødvendige endringer ut i live?

Innstramminger i økonomien blir lettere å få til om alle føler at alle bærer sin del av byrden. En devaluering har i så måte mye for seg. Alle opplever at kjøpekraften av lønnen går ned, når importprisene stiger. Så enkelt er det ikke med lønnskutt. Kan jeg være sikker på at andre godtar samme nedgang i lønn som det forventes at jeg skal akseptere?

Misnøyen i Hellas som følge av utbredt korrupsjon og skatteunndragelser, gjør det vanskelig å enes om et skippertak og om hva dette skippertaket skal bestå av. "Alle" er for at noe må gjøres, med mange gode forslag til hva andre enn egen gruppe skal bidra med.

Otmar Issing, tidligere sjeføkonom i Den europeiske sentralbanken, ser svært alvorlig på situasjonen. Man kan ikke endre reglene i etterkant, hevder han.³ Alle Eurolandene visste hva

² "Let Greece take a holiday from the eurozone", i *Financial Times* den 17. februar.

³ "A Greek bail-out would be a disaster for Europe", i *Financial Times* den 16. februar.

de gjorde når de gav opp å ha egen valuta. Det er hvert enkelt lands ansvar å tilpasse den øvrige økonomiske politikken til et monetært system basert på felles valuta.

Hvorvidt professor Feldsteins forslag lar seg sette ut i praksis, kan man lure på. Og om det lot seg gjennomføre, ville ikke Spania, Portugal og Italia, dvs. de andre "Club-Med"-landene i ØMU, forlange det samme, dvs. syntetiske nedskrivninger av sine valutaer? Og hva er da vitsen med felles mynt?

Den grunnleggende utfordringen for ØMU går slik: Er det mulig at Club-Med-landene kan etablere en kjærlighet til lav inflasjon og stabilitet slik eurosamarbeidet forutsetter, og slik Tyskland praktiserer? Hvis svaret på det er nei, kan mye tyde på at om noen år har færre land euro som valuta enn i dag.

23. februar 2010

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Mars 2010

FOR FÅ KONKURSER?

Når det ikke er mer penger i kassen, går private foretak konkurs. Ressurser omdisponeres. Det gir en dynamikk for økonomien sett under ett. Land og store finansforetak går ikke konkurs. Men hvorfor gis de da anledning til å opparbeide så stor gjeld?

I fjor ble det registrert 5.013 konkurser i Norge. Det er nær det dobbelte av to år tidligere. Og det største antall siden konkursregisteret ble opprettet i 1993.

Hvor vanlig var det med konkurser i det tidligere Sovjet? Temmelig uvanlig. ”De later som de betaler oss, og vi later som vi jobber”, ble det sagt om dette systemet, der prisen på ettertraktede varer måtte måles både i rubler og i tid, nemlig tiden det tok å stå i kø. Den konkursfrie sovjetiske økonomien frøs fast. Amerikansk kapitalisme basert på privat eiendomsrett og frie markeder – med titusenvise av konkurser – viste seg å være en langt bedre og mer robust måte å organisere produksjonen på enn en sentralstyrt planøkonomi. Og USA vant den kalde krigen.

Hva skjer ved en konkurs? Om driften legges ned, mister arbeidstakere jobben. Eiere og långivere mister kapital. Tragisk for den enkelte. Men bra for systemet. Etter en tid får de fleste av dem som mistet jobben, arbeid i andre og mer produktive bedrifter. Ressurser omdisponeres, og verdiskapningen øker.

Konkurs – og skifteretten tar over

Selskaper med begrenset ansvar, i første rekke aksjeselskaper, der man bare kan tape innskutt egenkapital, har gjort konkurs enklere. Det er slutt på gjeldsfengsel for folk som ikke kan gjøre opp for seg. Den selvbiografiske romanen David Copperfield av Charles Dickens (1812-

1870), hvis far kom i gjeldsfengsel da Charles var 12 år gammel, bidrog nok til at fengsel for uoppgjort gjeld forsvant.

Ved konkurs leveres boet til skifteretten. Det som er av verdier selges. De med krav i boet, dvs. på selskapet (eller entiteten, mer generelt) som har gått konkurs, deler pengene som kommer inn, etter klare regler. Lønninger og moms først. Dernest kreditorer med pant i fast eiendom eller varelagre eller lignende. Til slutt de med usikrede krav – om det er noe igjen. I noen tilfeller kan også aksjonærene hente ut kroner, dersom verdiene i boet skulle vise seg å være uventet store. Men det skjer først etter at alle andre har fått sitt.

Selskaper ”går” konkurser – men ikke land

Bemerk uttrykket ”går konkurs”. Et selskap spaserer rolig inn i konkursinstituttet, som det heter, når det ikke er mer penger i kassen. Selskapet ”blir slått” konkurs. Verken embetsverk eller politikere konsulteres. Rettsapparatet tar seg av det hele. Initiert av dem som ikke får sine fordringer innfridd.

Med land er det annerledes. Det er slutt på at land som ikke kan betjene sin statsgjeld til andre land, blir invadert. Grekerne trenger ikke være bekymret for bomber og granater i disse dager. De økonomiske bekymringene landet sliter med er store nok som de er.

Men hvorfor, kan man undre seg, har store finansinstitusjoner i lang tid kjøpt statsobligasjoner av Hellas, dvs. lånt penger til den greske staten, uten å ta seg skikkelig betalt? Inntil nylig har ikke renten gjenspeilet risikoen for at den greske staten ikke makter å gjøre opp for seg. Advarselen som markedet burde ha gitt Hellas langt tidligere, i form av et skikkelig risikopåslag på renten, har uteblitt. Markedet har ikke gjort jobben sin. Og dermed gjort Hellas en bjørnetjeneste.

.... og heller ikke store finansforetak

Store banker og finansforetak skal man vokte seg vel for å la gå konkurs. For de vil kunne dra med seg i fallet andre foretak hvis eneste tabbe var feil bankforbindelse.

Det siste store finansforetaket som gikk konkurs, var den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers, som brått møtte veggen den 15. september 2008. De internasjonale finansmarkedene stanset å fungere et par måneders tid. Takket være Ben Bernanke, sjefen for Den amerikanske sentralbanken, som hadde sin akademiske karriere i stor grad basert på studier av den økonomiske depresjonen på 1930-tallet, ble de rette grepene tatt.⁴ USAs finansmarkeder, og dermed verdens, kom igjen på skinner. Oppryddingen etter Lehman-konkursen vil enda ta mange år.

At store finansforetak ikke skal tillates å gå konkurs, forutsetter at staten, ved skattebetalerne, går inn når krisen truer. Hvorfor, har jeg lurt på lenge, skjer det på nytt og på nytt? Hvorfor er politikere og tilsynsmyndigheter så treige til å lære? Og har de lært nå? Hvorfor er det

⁴ Tidlig på 1930-tallet gikk flere tusen banker i Amerika konkurs, og pengemengden ble redusert med en tredjedel. En nedgangskonjunktur ble til en dyp og langvarig økonomisk depresjon. Det ville man ikke la skje en gang til.

internasjonale regelverket rundt bank- og finansvirksomhet så skjørt, og diskusjonen rundt endringer av dette regelverket så puslete?

På tide med et mer robust regelverk

Basel 2 skal nå erstattes med Basel 3. Her er det mye i liten skrift. Tier 1 og tier 2 kapital. Risikovekting av ulike typer utlån for beregning av egenkapital. Risikoberegning av hele balansen overlatt til bankene selv. Ved metoder som garantert ingen i styret, bankens øverste organ etter generalforsamlingen, skjønner. Er ikke det å gi opp sitt ansvar som overvåker av finansforetak selv å la dem beregne egen risikoeksponering?

Etter regelverket i Basel 2 trenger lån til bolig mindre dekning av egenkapital enn andre typer utlån. Men hva var det som lå bak finanskrisen hvis virkninger vi enda i mange år vil merke? Amerikanske boligeiere som fikk lån de ikke maktet å betjene. Var det noe bankene i USA trengte egenkapital for, så var det utlån til huseiere.

Hvorfor ikke gi skattebetalerne bedre beskyttelse ved å forlange 20 prosent egenkapital for all bank- og finansvirksomhet, der alle poster på balansen veies med full verdi? Og i tillegg si at alle former for låneopptak i markedet som finansforetak foretar etter 1. juli 2010, bortsett fra tradisjonelle bankinnskudd, kan bli konvertert til egenkapital om den opprinnelige egenkapital blir for liten. "Bail-in" i stedet for "bail-out".⁵

11. mars 2010

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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

⁵ Mer om dette i artikkelen "From bail-out to bail-in" av Paul Calello, sjefen for investeringsbanken til Credit Suisse og Wilson Ervin, tidligere finansdirektør samme sted. Se The Economist 12 January 2010: http://www.economist.com/business-finance/economics-focus/displaystory.cfm?story_id=15392186

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

April 2010

GLOBAL REBALANSERING?

For inneværende år vil USA stå for 27 prosent av det globale konsumet, mens de fremvoksende økonomier vil stå for 34 prosent. For åtte år siden var det omvendt. Et strukturelt skift av gigantiske dimensjoner. Utviklingen i denne retningen vil fortsette. Trolig vil Kina om ikke lenge tillate en styrking av sin valuta mot dollar. Det vil være til fordel for Eurolandene også.

Det går unna for tiden. I mars opplever Kina sitt første underskudd på handelsbalansen på seks år. Enorme investeringer og høyere råvarepriser ligger bak. I Amerika sparer folk, omsider. Men staten fortsetter å bruke langt mer enn hva skatteinntektene dekker. I Europa ser den økonomiske veksten ut til å ta seg opp selv om vekstutsiktene er klart svakere enn i USA, og statsgjelden fortsetter å øke kraftig. Men forskjellene er store. Og tyskernes forsiktige linje med lav inflasjon skaper problemer for konkurransevnen til de andre Eurolandene.

Alle disse tre begivenhetene er uttrykk for det samme; en rebalansering av den globale økonomien er på gang. Her er tre utfordringer. Øke etterspørselen på global basis. Bedre balanse i handelen mellom land. Og bedre samsvar mellom offentlige inntekter og offentlige utgifter innen det enkelte land. Vi skal her se nærmere på utviklingen i USA og Kina.

Sparingen i Amerika tar seg opp

Økt sparing i Amerika betyr mindre vekst i konsumet. For inneværende år vil USA stå for 27 prosent av det globale konsumet, mens de fremvoksende økonomier vil stå for 34 prosent. For åtte år siden var det omvendt. Et strukturelt skift av gigantiske dimensjoner.

Den langt raskere økonomiske veksten i land som Kina, India og Brasil enn i Amerika og Europa skaper endringer – både økonomiske og politiske – som det er vanskelig å fatte rekkevidden av.⁶

Det er interessant å notere at synet på hva som er nødvendig, skifter med konjunktorene. Fra tidlig på 1970-tallet og frem til 2006 syntes en stadig stigende andel av amerikanere at oppvaskmaskin og aircondition anlegg var for nødvendighetsartikler å regne. Men i 2009 falt andelen med denne vurderingen kraftig.⁷

Den jevne amerikaner har store lån målt i forhold til sin disponible inntekt. Men i Norge er appetitten på lån enda større. Likevel har amerikanske husholdninger større problem med betjening av sin gjeld enn norske. Det har sammenheng med at i Norge dekker det offentlige utgifter til helse, skole og pensjon i langt større grad enn i USA. En form for tvungen sparing over skatteseddelen finner sted. Det gir større rom for lån på privat basis hos oss enn i Amerika.

I fjor ble USA mer enn 30 millioner kredittkort fattigere. Barn under 21 år må nå ha tillatelse av sine foreldre før de kan skaffe seg slike kort. Selskaper som utsteder dem, kan ikke lenger heve renten for personer som misligholder lån i andre institusjoner. Videre må kredittkortselskaper ha bedre kapitaldekning når slik kreditt løftes ut av balansen og over i egne selskaper. Slike tiltak gir et mer solid finansvesen og bidrar til å ta ned låneetterspørselen. En rebalansering finner sted på den finansielle siden.

Hvor skal de nye jobbene komme?

I løpet av de siste to årene har antall ansatte i finansnæringen i USA så vel som i varehandelen, sunket med åtte prosent. Således finner en rebalansering sted også i arbeidsmarkedet. Problemet er bare at i Amerika har ikke antall nye jobber vokst i samme takt som gamle har forsvunnet. Hvordan få ned en arbeidsløshet på nær ti prosent, er president Obamas største økonomiske utfordring.

Hvor skal de nye jobbene komme? President Obama har som mål en dobling av amerikansk eksport i løpet av fem år. Ulike former for tjenester vil veie tungt her. Nylig, kunne *The Economist* fortelle, fikk et arkitektfirma i New York tilslaget på tegning av et hypermoderne hotell i Hangzhou, en 2.200 år gamle gammel by litt sør for Shanghai.

En svakere dollar kombinert med solid vekst i resten av verden vil gjøre det lettere å skape nye arbeidsplasser i USA. Raskere vekst i de fremvoksende økonomier er således gode nyheter for amerikansk eksport. Når imidlertid denne veksten i hovedsak er i form av investering i infrastruktur og ny produksjonskapasitet slik bildet er i Kina, kan gleden for amerikanerne bli kortvarig. De langsiktige virkningene av en slik politikk er økt konkurransevne for kinesisk næringsliv.

⁶ Per innbygger ligger forbruket i Amerika fremdeles milevidt over forbruket i de fremvoksende økonomier.

⁷ I arbeidet med dette Månedsbrevet har jeg hatt stor nytte av ”Time to rebalance. A special report on America’s economy”, av Greg Ip, som stod i *The Economist* den 3. april i år.

Økt konsum i Kina er bra for Amerika

Sett med amerikanske øyne ville det vært bedre om økt etterspørsel i kinesisk økonomi i etterkant av finanskrisen i større grad hadde rettet seg mot innenlandsk forbruk. Det kunne skje ved at offentlig sektor i Kina i større grad sørger for dekning av utgifter til helse, skole og pensjon, dvs. en økning av offentlig forbruk. I en studie fra IMF hevdes det at økte offentlig satsning på helse, skole og pensjon tilsvarende én prosent av BNP, ville bidratt til en minst like stor økning i privat konsum.

Men hvor skal myndighetene i Kina ta disse pengene fra? Svaret er frapperende enkelt. Om man klarte å få de store statseide foretakene til å betale sin eier – nemlig staten – passende utbytte, ville en slik økning i offentlig forbruk lett la seg finansiere.

For kineserne selv kan det synes rimelig å satse på økt forbruk. En fortsatt sterk fokusering på investering og eksport betyr at dagens generasjon tenker mer på fremtidige generasjoners ve og vel enn egen. På den annen side, en kinesisk økonomi som vokser kraftig, og et Kina som i stadig større grad gjør seg gjeldende på den globale arena, skaper stolthet hos landets innbyggere. Det er også med på at folk føler seg vel.

Tid for en sterkere kinesisk valuta?

I relasjon til Kina har USA lenge vært hissig på en appresiering av den kinesiske renminbi skal finne sted. En sterkere kinesisk valuta vil gjøre det lettere for amerikanske bedrifter å konkurrere på det kinesiske markedet. Og for kineserne selv kan en sterkere renminbi bidra til å holde inflasjonen i sjakk. Videre ville en sterkere valuta gi kineserne økt kjøpekraft overfor utenlandske varer og tjenester. De globale ubalansene dempes.

Men Kina er sure på Amerika. Har ikke president Obama tatt i mot Dalai Lama? Og har han ikke solgt avansert våpen til Taiwan? Begge deler oppleves som blodige fornærmelser mot Midtens Rike. De siste par måneder har imidlertid USA gjort seg flid med å fremholde at både Taiwan og Tibet hører med til Kina. Det kan gjøre det lettere for kinesiske lederne nå å gå med på en omlegning av sin valutapolitikk uten dermed å miste ansikt. Situasjonen minner om den for fem år siden. Etter press fra president Bush og hans finansminister på vårparten 2005 om en omlegning av Kinas valutapolitikk, roet det hele seg frem mot sommeren. I juli dette året, etter at USA hadde stanset maset, tok Kina skrittet og skrev opp sin valuta for deretter gradvis å la den styrke seg mot dollaren. Frem til august 2008 innebar det at prisen på én dollar sank fra 8,28 til 6,83 renminbi. Vil vi denne sommeren erfare noe tilsvarende?

Manipulerer Kina valutakursen?

For ytterligere å bedre stemningen mellom USA og Kina har det amerikanske finansdepartementet holdt tilbake en rapport der konklusjonen muligens er at Kina manipulerer sin valutakurs, dvs. holder den kunstig lav. I så fall er det fare for at Kongressen vedtar straffetoll på import fra Kina. En sikker vinner for dem som måtte ønske å forsure relasjonen mellom verdens to største økonomier.

Også for Europa er det viktig at renminbuen styrker seg mot dollaren. Når krisen i Hellas glir over, er det godt mulig at euroen igjen vil styrke seg mot dollaren. Om Kina holder fast på sin fastkurspolitikk mot dollaren, vil det bidra til å svekke Eurolandenes konkurransevne både i øst og vest.

For Amerika vil en svekket dollar vært bra for arbeidsmarkedet og dermed for statsfinansene i det utbetaling av ledighetstrygd da ville gått ned. En økning i bensinavgiften ville også bidratt til å bedre statsfinansene. Den statlige delen av denne avgiften har stått stille på 18,4 cent per gallon siden 1993 (eller 30 øre per liter). Men å heve bensinavgiften synes politisk umulig.

Argumentet om at høyere bensinavgift er nødvendig for å dempe USAs avhengighet av importert olje, står ikke så sterkt som før. For fem år siden trodde man at USA i 2025 ville ha behov for å importere 16 millioner fat olje per dag. I dag er prognosen for 2025 mindre enn ni millioner fat, dvs. henimot en halvering.

Proteksjonismen holdt stangen

Det store spøkelse mange frykter er en tilbakevending til en proteksjonistisk politikk. President Obama har ikke vært helt god i pelsen her. Toll på bildekk fra Kina, ”kjøp amerikanske varer kravet” ved bruk av midler i de finansielle stimulansetiltakene og selektiv støtte til store, amerikanske bedrifter i konkurranse med utenlandske er tre tiltak av proteksjonistisk karakter. Men hans økonomiske rådgivere holder igjen. Og politikken om å holde seg innenfor WTOs regelverk ser ut til å ligge fast. Kina har også vist klare tendenser i proteksjonistisk retning. I en fersk studie konkluderes det med at Midtens Rike i større grad har beskyttet egne bedrifter enn hva Amerika har gjort.

”The course of this nation does not depend on the decisions of others”, sa president Bush i sin State of the Union Address i januar 2003. President Obama er mer ydmyk. Det skal vi alle være glade for.

16. april 2010

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

Arne Jon Isachsen

EKSTRA

April 2010

HVA NÅ HELLAS?

Jeg vil ikke bli forbauset om Hellas tar tilbake sin valuta, samtidig som landet innleder gjeldsforhandlinger med sine utenlandske kreditorer. Hvorfor det? Fordi det er den beste løsningen for Hellas. Og trolig også best for de landene som har fordringer på den greske staten. Krisen i Hellas vil tvinge frem en prosedyre for hvordan land som ikke lever opp til regelverket i EUs myntunion, skal kunne tre ut av den.

Hellas har mye å være stolt over. I sin tid gikk Sokrates omkring i Athen og lurte på ting. Spurte folk. Fikk dem til å tenke selv. Kanskje ikke så rart at demokratiets vugge stod her? De olympiske leker har vi også de gamle grekere å takke for. Olympiaden er ikke selve lekene, men *tiden mellom*, fra et OL slutter, til neste OL starter.

Men Hellas har også hatt sitt å slite med. I 1826 stanset grekerne betjeningen av sin statsgjeld til utlandet. Det førte til at Hellas ble utestengt fra de internasjonale kapitalmarkedene i 53 år. Ytterligere fire ganger har den greske stat sett seg tjent med ikke å betjene sin gjeld til utlandet – siste gangen i 1932.⁸

Betalingsnektelse for statsgjeld fører til gjeldsforhandlinger med kreditorlandene. I våre dager kommer IMF vanligvis inn i bildet. Ved slike forhandlinger vil landet med betalingsproblemer be om lavere rente på utestående gjeld, forlenget nedbetalingstid og gjerne også en "haircut", dvs. nedskrivning av beløpet man skylder. Det blir en kamp kreditorene imellom om å skyve

⁸ Se Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.

tapet over på andre. Når prosessen endelig er over, mange år senere, vil kreditorene som oftest ha fått igjen en god del av sitt utestående. Men underveis har kreditorene hatt ulempen med å sitte på svært lite likvide fordringer.

Argentina har rekorden

Historiens største betalingsnektelse for utenlandsk statsgjeld fant sted i 2001. Da kastet Argentina kortene. Og en prosess med reforhandling av en statsgjeld på 95 milliarder dollar til andre land kom i gang.

I 1991 besluttet Argentina at man en gang for alle skulle gjøre slutt på inflasjonen. Den argentinske pesoen ble bundet til den amerikanske dollaren med et bytteforhold på 1:1. Fra nå av skulle ikke sentralbanken i landet utstede flere pesos enn det var dollar i reserver. Hensikten var å la amerikanske dollar de facto bli valutaen også for Argentina. Opplegget skulle sikre en moderat vekst i pengeforsyningen og således lav inflasjon. Men slik gikk det ikke. Inflasjonen i Argentina ble for høy og veksten i statsgjelden for stor. I kjølvannet av betalingsnektelsen til utlandet i 2001 ble bindingen til dollar løst, og pesoen kraftig nedskrevet.

Parallellen til dagens Hellas er slående. Hellas kom med i Den økonomiske og monetære unionen (ØMU) i EU i 2002. Som Argentina har det tatt Hellas åtte-ti år å vise at landet ikke makter å føre en politikk som deltakelse i en myntunion krever. For høy inflasjon er ikke forenlig med felles mynt. Konkurranssevnen svekkes. Statsgjelden øker. I denne situasjonen så Argentina seg tjent med å ta pesoen tilbake. Vil Hellas på tilsvarende vis ta drakmen tilbake?

Fire alternativer for Hellas

Betalingsnektelse eller ikke? Euro eller drachme? Med to alternativer for hver variabel fremkommer fire-felts tabellen under.

Tabell: Fire alternativer for den økonomiske politikken i Hellas

	Beholder euro	Tar tilbake drakmen, som nedskrives kraftig
Betalingsnektelse	Alt 1	Alt 2
Ikke-betalingsnektelse	Alt 3	Alt 4

Alternativ 2 synes jeg er den mest sannsynlige løsningen: Hellas tar tilbake sin valuta, samtidig som landet innleder gjeldsforhandlinger med sine utenlandske kreditorer. Slik Argentina gjorde for ni år siden. Hvorfor det? Fordi det er best for Hellas. Og trolig også best for de landene som har fordringer på den greske staten.

Ved å ta tilbake drakme som valuta for så å skrive ned kursen med 25-30 prosent mot euro, vil Hellas med et slag få den konkurranssevnen tilbake som en for høy inflasjon for lenge har

ødelagt. Det blir lettere for Hellas å selge sine varer og tjenester i utlandet samtidig som den jevne greker må betale mer for importerte goder. Den økonomiske veksten tar seg opp. Det gjør statens inntekter også. Det blir lettere å betjene statsgjelden.

Om i tillegg den greske statens gjeld til utlandet skrives ned, samtidig som nedbetalingstiden forlenges, vil kreditorene ha større ro for at de får pengene sine igjen. Mange vil foretrekke å ha rimelig sikkerhet for å få igjen 80 euro om ti år enn å ha stor usikkerhet for å få igjen hundre euro om fem år.

Ytterligere gjeldsopptak i utlandet som den greske stat vil trenge, vil finne sted i utenlandsk valuta, primært euro og dollar. Om Hellas over tid viser at landet kan etablere en vekstkraftig økonomi med en årlig prisstigningstakt på rundt to prosent, og med god balanse i de statlige finansene, kan kanskje utlandet tenkes å ville yte lån i greske drakmer. Eller Hellas kan på nytt tre inn i EUs monetære union, om den fortsatt eksisterer om ti-femten år.

Alternativ 1, betalingsnektelse uten den hjelpen til en bedring av konkurranseevnen som en nedskrivning av valutaen gir, vil kreve en lang og pinefull periode med lønnskutt. Mens en nedskrivning av valutaen rammer alle likt – importen blir dyrere for alle – er bedring i konkurranseevnen gjennom lønnskutt langt vanskeligere. Hvordan være sikker på at ”de andre” går med på samme lønnskutt som du selv blir bedt om å godta?

Enda mer strevsomt blir *alternativ 3* – bibehold av euro uten noen nedskrivning av gjelden til utlandet. Denne varianten er hva man arbeider med på offisielt hold. EUs prestisje står på spill – prosjektet felles mynt blir til å smile av om Hellas blir hevet ut av ØMU eller får avkortet sin statsgjeld. Ved dette alternativet betaler Hellas en høy pris – her gis ingen drahjelp verken i form av bedre konkurranseevne eller ved redusert gjeldsbyrde. Om ingen drahjelp gis, må Hellas trolig få flere lånepakker fra andre EU-land. Ikke nok med det, Spania og Portugal står klar i køen for tilsvarende ordninger. Det er neppe innen EUs evne å støtte mange land over tid slik man nå har sørget for akutthjelp til Hellas. Dessuten er det tvilsomt om Tyskland i henhold til sin konstitusjon har anledning til å gi andre Euroland billige lån.

Alternativ 4 har en viss logikk. Man tar drakmen tilbake og skriver kraftig ned sin egen, gamle valuta. Det blir lettere å få fart på produksjonen. Og evnen til betjening av statsgjelden bedres.

Prosedyre for å tre ut av ØMU mangler

Traktaten for felles mynt i EU ble meislet ut tidlig på 1990-tallet. I denne traktaten er det detaljerte krav til land som skal ta euroen i bruk. Men her står ingen ting om hvordan man skal håndterer Euroland som ikke lever opp til de kravene felles mynt stiller. Krisen i Hellas vil trolig tvinge frem en prosedyre for hvordan et land skal kunne tre ut av EUs økonomiske og monetære union.

26. april 2010

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

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Mai 2010

GULLIVERS REISER

Prosjektet felles mynt i Europa var primært et politisk prosjekt. Som ville bli etterfulgt av en politisk union følge, trodde mange. Men en politisk union, med tilhørende samordning av de statlige finansene over land, er helt i det blå.

Angela Merkel har gjort en god jobb i å sikre nødvendige økonomiske innstramninger i Hellas. Når roen har senket seg og grekerne igjen går på jobben, kan tiden være moden for reforhandling av statsgjelden. Men ikke før.

I dagens opphetede situasjon der nyhetsbildet fra Athen er preget av streiker og protester, steinkasting og brannbomber, er det lett å miste perspektivet på prosjektet felles mynt i Europa. Hvorfor fikk vi felles mynt? Hvor godt fundert var prosjektet? I hvilken grad er de forutsetningene som ble lagt til grunn for myntunionen, blitt innfridd?

Felles mynt – et politisk prosjekt

I desember 1991 ble EU-landene enige om en plan for etablering av felles mynt. Euro som den nye pengeenheten kom til å hete, så dagens lys i januar 1999. Av de daværende 15 EU-landene hadde Storbritannia og Danmark reservert seg mot å bli med. Sverige sa nei i folkeavstemning. Og Hellas klarte ikke kravene. De 11 gjenværende tok euroen i bruk fra starten av.

Euro i form av sedler og mynt fikk vi tre år senere. Da fikk også Hellas lov å bli med. Dermed var dusinet fullt. Tolv separate valutaer var blitt byttet ut mot euro. I ettertid, skulle det vise seg, var Hellas' inntreden basert på kreativ bokføring. Statsfinansene var i adskillig dårligere forfatning enn tallene viste.

Prosjektet felles mynt i Europa var primært et politisk prosjekt. President François Mitterrand i Frankrike og kansler Helmut Kohl i Tyskland kjente sin historie. Med Sovjetunionens kollaps var det viktig å forankre et gjenforenet og over tid langt mektigere Tyskland i den vesteuropeiske demokratiske fold og tradisjon.

Lilleputlandene i Europa måtte sikre at Gulliver-landet holdt seg på matta. Felles mynt ble en av mange snorer spent over den nye kjempen i Europa for å sikre det. Med monetær union etablert, ville en politisk union følge, trodde mange, blant dem kansler Kohl. Politisk union innebærer en samordning av de statlige finansene for landene i unionen. Da blir det mer tilforlatelig med felles mynt.

Slik gikk det ikke. I stedet for ”deepening”, dvs. en sterkere integrasjon blant de eksisterende medlemmene, fant en ”widening” sted – i dag består EU av 27 land. En politisk union er helt i det blå.

Økonomiske konsekvenser av euro

I tillegg til de politiske beveggrunner for å innføre felles mynt, måtte man selvsagt tenke gjennom de økonomiske konsekvenser av prosjektet. Fordelene lå på det mikroøkonomiske planet. Når alle varer og tjenester prises i samme valuta, blir konkurransen sterkere. Handelen tar seg opp. Det fører til en bedre utnyttelse av ressursene. Dessuten vil et større og dypere og mer likvid kapitalmarked som felles mynt fører med seg, gjøre det lettere med fusjoner og oppkjøp. Strukturendringene lar seg enklere finansiere og gjennomføre.

Ulempene med felles mynt er av makroøkonomiske karakter. Med felles mynt har ikke det enkelte land noen egen valuta å skrive ned eller skrive opp, om behovet for noe slikt skulle melde seg. Videre fører felles mynt og felles sentralbank til felles styringsrente. Den europeiske sentralbanken (ESB) setter renten ut fra en vurdering av den økonomiske situasjonen for hele euroområdet sett under ett. Det er klart at denne renten sjelden passer alle like godt.

Et dårlig fundert prosjekt?

Ved en kraftanstrengelse lyktes Italia, Spania og Portugal å få inflasjonen ned på tampen av 1990-tallet, da beslutningen om hvilke land som skulle bli med skulle fattes. De maktet også å redusere underskuddene i statsfinansene i tilstrekkelig grad til at man lot dem ta euroen i bruk.

Felles mynt med land som Frankrike, Østerrike, Nederland og Finland kunne vel Gulliver alltid leve med. Felles for disse landene var et godt forankret ønske om lav inflasjon og ryddige statsfinanser. Tyskland hadde neppe trodd at Club-Med landene skulle klare kravene her. Men det gjorde de. Og Gulliver befant seg med ett i samme båt som land det neppe finner det naturlig å sammenligne seg med når det gjelder preferanser for rimelig balanse i statsfinansene og lav inflasjon.

De første årene gikk det bra. Men så – av alle land – brøt Tyskland reglene for hvor store underskudd på statsbudsjettet et euroland kunne ha. Snarere enn å anvende reglene på Tyskland – ilegge landet en bot – ble reglene lappet på slik at praksis ble lovlig. Men skaden var skjedd. Disiplinen som regelverket tok sikte på å skape, var blitt varig svekket.

En snikende forverring av konkurranseevnen til Club-Med landene fant sted. Da finanskrisen kom over oss for et par år siden, sprakk statsfinansene. Tiden var moden for en nedskrivning av valutaen. Men med euro som felles mynt hadde ikke det enkelte land lenger noen pengeenhet å skrive ned. Euroen som skulle holde Gulliver i ro, hadde i stedet fratatt Club-Med landene et virkemiddel de nå trengte.

Paralleller til finanskrisen

I mars 2008 ble investeringsbanken Bear Stearns reddet av de amerikanske myndighetene. Man trodde dette var det eneste råtne eple i kurven. Et halvt år senere befant den langt større investeringsbanken Lehman Brothers seg i samme situasjon. Men da var kassen tom. Og Lehman gikk konkurs. Det var innledningen til en bratt nedtur i verdensøkonomien.

Den redningsoperasjonen som nå er iverksatt overfor Hellas, kan sees som en parallell til Bear Stearns episoden. En relativt liten aktør som trenger mye penger. Så mye penger at det ikke er flere igjen om en større aktør – Spania for eksempel – skulle komme i samme akutte nød. For å unngå at det skal skje, er det viktig at Hellas-krisen håndteres godt.

Angela Merkel er flink

I nyhetsbildet de siste par månedene har Angela Merkel fått pepper i kilovis. Det synes jeg er urettferdig. Hvorfor skal Tyskland bla opp billige lån til Hellas så snart landet har problemer med å rulle rundt sine statslån i det private markedet? Skal tyske skattebetalere gi billige lån slik at statsansatte grekere kan gå av med pensjon lenge før de fyller seksti?

Mange grekere har i lang tid levd over evne. Med en statsgjeld som nærmer seg halvannet års verdiskapning har man hygget seg med penger andre har tjent. Staten har vist en generøsitet overfor pensjonister og statsansatte som man ganske enkelt ikke har råd til. Nå må det tas rev i seilene.

Nettopp staheten eller tilbakeholdenheten til kansler Merkel har presset frem en forståelse for alvoret i situasjonen. Det greske parlament hadde aldri vedtatt de innstramningstiltakene de nylig har gjort, om det ikke hadde vært for Angela. Av et underskudd på statsbudsjettet på rundt 14 prosent av BNP, tar rentebetaling på statsgjelden rundt halvparten. Det betyr at om all statsgjeld til Hellas ble strøket, ville det likevel være et underskudd på syv prosent. Innstramninger i megaklassen trengs. Når de er på plass, roen har senket seg og grekerne igjen går på jobben, kan tiden være moden for reforhandling av gjelden. Men ikke før.

Om nye lån til den greske stat hurtig hadde blitt lagt på bordet, ville ikke Spania følt tilstrekkelig press for å ta tak i egne problemer. Skal Lehman-varianten i markedet for statsgjeld unngås (Spania), må Bear Stearns situasjon (Hellas) takles kontant og skikkelig. Det er nettopp hva Tysklands kansler ser til at skjer.

Såre følelser

Klart at grekerne er sinte. Den jevne greker føler seg såret og ført bak lyset. Her må andre land stille stramme betingelser til landets parlament for hvordan den økonomiske politikken skal være. Det går på verdigheten løs.

Skatter, sa den amerikanske dommeren Oliver Holmes i sin tid, er hva men betaler for et sivilisert samfunn. Hellas har et stykke vei å gå her. Med utbredt korrupsjonen og med lite samsvar mellom inntekt og skatt, er ansvaret for fellesskapet ikke så godt ivaretatt.

7. mai 2010

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Juni 2010

SAMFUNNSVITENSKAP – ELLER FORTELLINGER OM SAMFUNNET?

I samfunnsfagene er det viktig å utvikle alternative og konkurrerende modeller. Se den samme virkeligheten på ulike vis. De som tror at de endelig har skjønt tingene, og som skal overbevise alle andre om det, går lett på en smell. Samfunnsvitenskap burde kanskje heller hete fortellinger om samfunnet.

Naturvitenskap og samfunnsvitenskap er to vidt forskjellige ting. Egentlig er bare det første vitenskap, i betydningen av at vi kan få noe som ligner på sikker kunnskap.

Robert J. Art versus John Mearsheimer

Robert J. Art er professor ved amerikanske Brandeis University. I en artikkel basert på et innlegg holdt på seminar i Oslo i mai 2008, sammenfatter han USAs fundamentale interesser i følgende seks punkter: Beskytte eget territorium fra angrep utenfra; se til at stabiliteten og freden bevares i Asia, primært mellom Kina og Japan; sikre USA tilgang på nok olje; bevare en åpen, internasjonal økonomisk verdensorden; spre demokrati og beskytte menneskerettigheter; og – til sist – unngå alvorlige klimaendringer.

Hvorfor akkurat disse seks, undrer jeg. Er vel alle saker som er i tiden. Fremstillingen får et preg av populisme. Det gjelder å snakke om det alle snakker om. Men hvor er den overordnede teorien som kan gi en generell tilnærming til spørsmålet om hva slags interesser stater har? Og forresten, er det meningsfylt å snakke om staters interesser? Er det ikke heller alltid snakk om menneskers interesser? Hvordan ville verden i dag sett ut om Napoleon, Hitler og Mao alle tre hadde druknet før de var tre år gamle?

De tre herrene prøvde å ta vare på henholdsvis Frankrikes, Tysklands og Kina interesser, *slik de selv definerte dem*. Et sterkt element av tilfeldighet kryper inn. Hvordan hadde det seg at disse tre fikk den makten de fikk? ”Keiserkronen ligger i rennestenen”, skal Napoleon ha sagt til Jean Baptiste Bernadotte, som senere ble vår egen, eller primært Sveriges da, kong Karl Johan, ”det er bare å bøye seg ned og ta den opp.”

Professor John Mearsheimer ved Chicago University er det mer swung over. I oktober 2009 holdt han seminar på PRIO. Der redegjorde han for sin generelle teori om stormakters atferd. Den kan i korthet sammenfattes slik: For det første, man kan ikke ha sikker kunnskap om andre lands intensjoner. For det andre, verden er et anarki. Og for det tredje, dess mer makt et land har, dess større er sjansen for at det overlever. Basert på disse tre punktene er det klart at USA som verdens ledende supermakt – hegemon – ikke vil tillate fremveksten av et sterkt Kina. Om Kina har globale ambisjoner utover hva Amerika kan tolerere, er det vanskelig å se at en krig mellom de to kan unngås.

Professor Mearsheimer minnet om USAs egen fremvekst som stormakt. Med Monroe-doktorinen i 1823 gjorde Amerika det klart at man ikke ville godta andre lands interesser i eget nærområde. Europeerne var ikke lenger velkomne. I 1898, etter den spansk-amerikanske krig, var de borte. Det samme kan et mektig Kina 20-30 år frem i tid tenkes å anføre. Og om Kina har makt til det, sørge for at USA pakker snippesken og trekker seg ut av Asia. Men, sa Mearsheimer, dermed beredes grunnen for at Kina kan gjøre seg stadig sterkere gjeldende også i andre deler av verden. Det vil ikke USA tillate. Bedre føre var. Ta et oppgjør med Kina før det kommer så langt.

Professor Mearsheimer har en teori. Konklusjonene følger av premissene. Her er intern konsistens. Men hvor relevant og nyttig denne teorien er, er ikke godt å vite. ”Jeg håper jeg tar feil”, sa John Mearsheimer i den etterfølgende debatten, ”teorien er ikke perfekt.”

Professor Art har ingen generell teori. Her listes opp en del saker og ting. Interessante og nyttige observasjoner. Men ingen helhetlig og internt konsistent fremstilling. Fortellinger om Amerika, kan man heller kalle det. Disse fortellingene kan være av større nytte og relevans for mange enn den aksiomatiske tilnærmingen professor Mearsheimer står for.

Hyman P. Minsky versus Eugene Fama

Den tradisjonelle teorien for finansmarkeders virkemåter har mye å takke professor Eugene Fama ved Chicago University for. All relevant informasjon er til enhver tid reflektert i markedsprisene på aksjer, mente Fama. Å si noe om hvordan prisutviklingen på aksjer vil bli, er således ikke enkelt. På tilsvarende vis som kollega Mearsheimer utviklet Fama sin teori aksiomatisk. Konklusjonene følger av premissene. Det hele formulert i elegant matematikk.

I motsetning til Famas matematiske modeller for finansmarkeders virkemåte, utviklet Hyman P. Minsky sine teorier rent verbalt. Det er slik, mente Minsky som i sin tid var professor ved Berkeley og senere ved Washington University i St. Louis, at perioder med optimisme avløses av perioder med pessimisme. I gode tider går man for langt. Opplåningen blir for stor. Aktivaprisene blir for høye. ”Minsky moment” kalles det, når euforien slipper, og prisene tar til å falle kraftig. Finansmarkedene er i sin natur ustabile, mente Minsky, hvilket skaper behov for reguleringer og kontroll. Med finanskrisen som startet i USA i 2007, fikk historiene Minsky fortalte fornyet aktualitet.

Famas teori kaster lys av virkeligheten i gode tider. Men den er ikke egnet til å forklare kriser i finansmarkedene. Minskys mindre aksiomatisk og strukturert fortelling har man mindre nytte av i gode tider. Men når kriser inntreffer, kan de som styrer bebreide seg selv for at de ikke tok faren for "Minsky moment" mer på alvor.

Vi har ham nå

Noen ganger tror samfunnsvitere at de har løst problemet. En modell med solid intern konsistens som også forklarer virkeligheten på en utmerket måte.

Phillipskurven som kom til anvendelse for praktisk politikk fra tidlig på 1960-tallet, er et godt eksempel. Lavere arbeidsløshet, viste den teoretiske modellen, kunne "kjøpes" ved høyere inflasjon. Historiske studier viste det samme. I mange land ble den økonomiske politikken lagt om i en mer ekspansiv retning. Det gikk bra en stund. Helt til folk ble vant til inflasjon på 4-5 prosent og lot forventninger om dette inn i sine krav og analyser. Da sprakk Phillipskurven. Og Paul Volcker som høsten 1979 tiltrådte som sjef for den amerikanske sentralbanke, startet kampen mot inflasjon. En kamp som ikke var vunnet før begrepet stagflasjon hadde satt seg skikkelig; kombinasjonen av høy inflasjon og høy arbeidsløshet. Problemet med Phillipskurven var utelatelsen av en sentral variabel, nemlig forventet inflasjon.

Halvveis inn i det første tiåret på 2000-tallet, var mange amerikanske økonomer såre fornøyde med den økonomiske utviklingen. Inflasjonen var kuet. Veksten var god. Tiden var moden for forskningsprosjektet *The Great Moderation*. Så kom finanskrisen. Hva gikk galt? Mye gikk galt. Incentivstrukturer i finansvesenet som fører til overdreven risikotaking, ble ikke tatt inn i analysene. Fremveksten av et "shadow banking system" der egenkapitalen var altfor lav, ble oversett. Og systemet med å spre risiko via nye finansielle instrumenter førte i mange tilfeller til det motsatte; altfor stor risiko samlet på altfor få hender.

Vi har ham nå. Det er livsfarlig når samfunnsvitere tror seg å ha forstått det hele.

Fravær av lovmessigheter

Naturvitenskap og samfunnsvitenskap er to forskjellige ting. Lovmessigheter slik naturvitenskapene opererer med, er sjelden vare i samfunnsvitenskapene. Hvorfor? Fordi naturvitenskapene i stor grad fokuserer på døde ting, mens samfunnsvitenskapene har fokus på levende mennesker. Menneskelig atferd er ikke like forutsigbar som tiden det tar for et eple å falle til jorden. Vi mennesker er ikke rasjonelle på mekanisk og forutsigbart vis. Vår atferd kan derfor heller ikke forstås fullt ut.

I samfunnsfagene er det viktig å utvikle alternative og konkurrerende modeller. Se den samme virkeligheten på ulike vis. Utfordringen blir å plukke ut den eller de tilnærmingene som gir best forståelse av den virkeligheten man skal forholde seg til. Dessuten må vi være på vakt mot overmot. De som tror at de endelig har skjønnet tingene, og som skal overbevise alle andre om det, går lett på en smell.

For en ti års tid siden ”viste” forskning at man ikke burde spise mer enn to egg i uken. Nå ”viser” forskningen at man gjerne må spise ett egg hver dag. Har det hendt noe med hønene i mellomtiden?

Samfunnsvitenskap burde kanskje heller hete fortellinger om samfunnet. Så får vi la dem som forsker på naturen, kalle seg vitenskapsmenn.

7. juni 2010

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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

Working Paper Series

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

Working Paper Series

- 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
- 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

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.

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>