

Working Paper Series 5/09

KINA VISER MUSKLER

Arne Jon Isachsen
CME/BI

August 2009



Centre for Monetary Economics
BI Norwegian School of Management

KINA VISER MUSKLER

Hva nå lille land?.....	Side 2
Kan de som vil ha et mindre rettferdig samfunn, rekke opp hånden?.....	Side 6
Kina viser muskler	Side 10
Hva er problemet?	Side 13
Dollar eller Yuan?	Side 16
Inflasjon – løsning eller problem?.....	Side 20

Dette arbeidsnotatet setter sammen Månedsbrevet for årets seks første måneder

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Januar 2009

HVA NÅ LILLE LAND?

Det egentlige, realøkonomiske tapet ved finanskrisen er ikke verdier som faller, men mennesker som står uten arbeid. Flate pyramider der alle får komme til med sitt, gir oss en fordel det gjelder å holde fast på. Handlingsregelen er en genistrek. Om staten er for ivrig og hjelper for mye og for snart, kan ansvaret smuldre hen. Kanskje vil krisen føre til en bedre balanse mellom krav og rettigheter? Og til en mer intelligent forskningspolitikk som innebærer at Norges forskningsråd legges ned.

Stan Getz har skylda. Hadde ikke Alan Greenspan sittet ved siden av Stan Getz da de begge i tenårene prøvde seg som profesjonelle musikere i samme band, ville kanskje Greenspan fortsatt med musikken. Ved siden av Getz – en virtuos på saksofon – innså USAs fremtidige sentralbanksjef sin begrensning. Og ble økonom i stedet. Finanskrisen vi er midt oppe i, mener mange, ville vært mindre dramatisk og mer håndterlig om bare Greenspan hadde holdt seg til klarinetten.

For Island kan finanskrisen føre til en rask inntreden i EU. Hva da med Norge? Med Island som motpart ved fiskeriforhandlinger vil kanskje Norge komme etter? Stan Getz, vil han også få skylda for at Norge til sist ble med i EU?

Finanskrisen bidrog til at en gammel kriger kom til kort mot en fremadstormende folketaler. Og USA fikk sin første afroamerikanske president. Oljeprisen falt fra 140 dollar til 40 dollar fatet. Russland, Venezuela og Iran gikk på en smell.

Det egentlige, realøkonomiske tapet ved finanskrisen er ikke verdier som faller, men mennesker som står uten arbeid. Den løpende verdiskapningen i samfunnet blir mindre når "alle" skal betale ned sine lån. Etterspørselen tørker inn, og produksjonen synker.

En flat pyramide som viktig konkurransefaktor

Hvordan håndtere utfordringene som finanskrisen innebærer, innen rammen av ”den norske modellen”? Avdekker krisen behov for å modifisere denne modellen? På hvilke områder inviterer dagens vanskelige situasjon til å tenke nytt?

På besøk med en gruppe studenter hos DnBNOR i Shanghai i august i år, hadde Espen, sjefen i huset, første innlegg. Nestsjef Vidar satt ved PC-en og trykket frem lysark. Deretter byttet de roller. Sjefen trykket frem et nytt lysark hver gang hans underordnede nikket lett på hode. En helt utenkelig situasjon i den japanske bedriften vi nettopp kom fra.

Den norske modellen er en flat pyramide. Einar Gerhardsen vant. Ingen trenger å stå med lua i handa. I vår globaliserte tidsalder kommer det informasjon fra alle hold. Informasjon som må bearbejdes, besluttes på grunnlag av og videresendes. Ettersom kunnskapen ikke følger pyramiden slik det var i gamle dager, da overingeniøren kunne mer enn ingeniøren, har flate pyramider der ingen står med lua i handa, mye for seg. De som har mest rede på sakene, får gitt sitt besyv med. Norge på sitt beste. Og på sitt mest effektive. Flate pyramider der alle får komme til med sitt, gir oss en fordel det gjelder å holde fast på.

Velferdsstaten er en annen side av den norske modellen. Siden alle politiske partier er enige om at velferdsstaten må vi hegne om, blir det et pragmatisk spørsmål om hvordan vi best kan gjøre det. Hva fungerer? Her kan det være uenighet. Også mellom fornuftige folk.

Hvilke tiltak fungerer best i det økonomiske uføre verden og Norge har kommet opp i? Kortsiktige virkninger må måles opp mot langsiktige konsekvenser.

Arbeidsdelingen i den økonomiske politikken

Den norske modellen er basert på en arbeidsdeling. *Pengepolitikken* som Norges Bank har ansvar for, står for den kortsiktige etterspørselsreguleringen. I gode tider settes renten opp. I dårlige ned. Det betyr at privat sektor må stamme inn eller løse opp ettersom konjunktorene endres. Forholdene legges til rette for at offentlig sektor kan ha et jevnere aktivitetsnivå. Det skulle gjøre det mulig med mer langsiktig, prosjektbasert budsjettering. Nye veiklatter som kommer i rykk og napp langs E18, innebærer en klar sløsing med ressurser. Vil offentlig-privat samarbeid være et godt alternativ til dagens måte å drive veiutbygging på?

Finanspolitikken skal sørge for en egnet struktur i norsk næringsliv og for at tilbudssiden i økonomien fungerer godt. En oljerik nasjon som gikk på noen smeller på 1970- og 1980-tallet, har lært seg til å leve med sin nyfunne formue. Handlingsregelen er en genistrek. Når andre nasjoner rike på naturressurser sender delegasjoner til Norge for å ”lære” av oss hvordan vi håndterer oljeformuen på Statens Pensjonsfond – Utland, stiller de feil spørsmål. Det er ikke håndteringen av midlene som er imponerende. Det er regelen for bruken av dem.

Den tredje og siste pilaren i den norske modellen er *partene i arbeidslivet*. Gjennom forhandlinger avtales lønns- og arbeidsvilkår. Partene her får dermed en stor del av ansvaret for konkurransevnen og dermed den samlede sysselsettingen. Jokeren – hva som skjer med valutakursen – har ingen full styring på.

Klimaet mellom partene i arbeidslivet er godt. Kombinert med et utstrakt velferdssystem gir dette norsk næringsliv større omstillingsdyktighet enn mange andre lands.

Men medaljen har en bakside. ”Mange unge voksne tror på velferdsstaten slik barn tror på julenissen”, sier statsstipendiat Nina Karin Monsen. ”De lengter etter status og makt, men kjenner ikke veien til målet”, fortsetter hun. ”De vet ingenting om arbeidslivets realiteter”, men har i stedet ”lært å tenke opphøyet om seg selv uten grunn”.

Den svenske professoren Assar Lindbeck er inne på det samme. Med høy skatt og gode velferdsordninger kan incentivet til å arbeide bli for svakt. Videre kan normer og holdninger ha endret seg slik at ordninger utnyttes langt utover hva som var intensjonen. At om lag tyve prosent av folk i arbeidsfør alder er på ulike trygdeordninger i Vest-Europa, peker i denne retningen, mener den svenske professoren.¹

Valg mellom alternativer er bra

På mer prinsipielt grunnlag, hvordan bør vi innrette samfunnet vårt? Et grunnleggende prinsipp for både demokrati og marked er valg mellom alternativer. Faren for å bli valgt bort skjerper atferden. Nettopp faren for å bli valgt bort gav mannen et sjokk tidlig på 1970-tallet. Muligheten til å velge mannen bort, fordi hun forlot kjøkkenbenken, gikk ut i arbeidslivet og klarte seg selv, gav kvinnen makt. Og mannen måtte skjerpe seg.

Hvordan utvide valgmulighetene innen produksjon av helse- og omsorgstjenester, og undervisningstjenester? Hva fungerer? En pragmatisk tilnærming trengs. Brukervalg og konkurranseutsetting er ikke noe mål i seg selv. Bare virkemidler for at de som leverer ulike typer tjenester, betalt av fellesskapet, skal gjøre en bedre jobb.

Men på noen områder er fravær av valg villet. Militæret. Vinmonopolet. NSB. Hva kommer det av, har jeg lurt på lenge, at Vinmonopolet har blitt slik en superbedrift, selv om den er alene i markedet, mens NSB fortsatt sitter fast i feil spor? Dagens medarbeidere på Polet kan sitt fag. Liker å dele kunnskapene med oss kunder. Er stolte av sin bedrift. I motsetning til økonomiske goder som det per definisjon er knapphet på, er det stolthet nok til alle. Mer stolthet til NSB betyr ikke mindre til Vinmonopolet. Kanskje mer. Om NSB kommer tilbake med elegant restaurantvogn mellom Oslo og Bergen, der utvalget av viner er stort og kunnskapen om vin blant betjeningen god, blir alle stolte og glade.

En egnet politikk for å møte dagens krise

For *finanspolitikken* gjelder det å finne tiltak som treffer godt, som settes inn på riktig tid, som kan reverseres. NHO har mange gode forslag her. I tillegg er det fint med tiltak som tar hensyn til miljøutfordringene og som har en god fordelingsprofil.

Bedrifter som kommer i vanskeligheter, har egenkapitalen å stå i mot med. Om staten er for ivrig og hjelper for mye og for snart, kan ansvaret smuldre hen. Gevinstene privatiseres, tapene sosialiseres.

¹ Se artikkelen ”En oljet psyke” av Nina Karin Monsen i *Horisont*, nr 4, 2008. Og ”Economic-social interaction in China” av Assar Lindbeck i *Economics of Transition*, nr 1, 2008.

For folk som driver med *pengepolitikk* har læringskurven det siste halve året vært meget bratt. Hvordan møte fremtidige bobler i bolig- og andre beholdningsmarkeder? Renten kan brukes i noen grad – lene seg mot vinden. Men gjennomtenkte reguleringer er viktigere. Det internasjonale regelverket for bankenes egenkapital har bidratt til å forsterke de økonomiske svingningene. Arbeid er i gang for å endre dem.

I *arbeidsmarkedet* venter nye utfordringer. Hvordan få folk til å stå lenger i jobb? Med større glede av penger nå fremfor penger senere dess eldre man er, vil eldre arbeidstakere bli sterkere stimulert til å arbeide om de får økt lønn nå snarere enn mer i pensjon senere. La folk over 65 år få valget – lavere skatt på inntekt fra arbeid fremfor flere pensjonspoeng. Det koster ikke staten noe. Den enkelte får et valg. Trolig flere vil velge å stå i arbeid et par år til. Vinn-vinn for individ og for samfunn.

I kombinasjon med langt friere innvandring av arbeidskraft har vi gradvis kunne bruke mer penger hjemme uten at inflasjonen har skutt i været. Hvordan vil flyttestrømmene av arbeidskraft ut og inn av Norge bli i tiden fremover? For fastboende nordmenn virker det fristende å la arbeidskraft fra andre land være en buffer til å møte så vel oppgangs- som nedgangstider med. Men er det moralsk forsvarlig?

Apropos moral, før jul hørte jeg på radioen vår helseminister med dårlig skjult stolthet fortelle at med tider så trange som disse, hadde noen sykehus gått over til å la sykepleiere komme hjem til folk som lider av kols, og der gi behandling snarere enn å legge dem inn. Det er både billigere for sykehuset og bedre for pasienten. Jeg stusser. På grunn av trange tider? Hvorfor har ikke sykehusene gjort det før? Må det trange tider til for å hente ut umiddelbare besparelser i helsevesenet? Er det moralen som svikter når sykehus velger dyrere behandlingsformer fordi de som jobber der tjener på det?

Gevinster på lang sikt

”Et samfunn skapes i spennet mellom plikter og rettigheter, mellom ansvar og muligheter”, sa Kong Harald i sin nyttårstale. ”Ingen av oss kan forvente at andre skal gjøre oss lykkelige uten at vi selv yter noe”, fortsatte Hans Majestet.

I dårlige tider kan det være lettere å bli kvitt dårlige vaner. Amerikanerne må bli flinkere til å spare. Hva må vi bli flinkere til? En bedre balanse mellom krav og rettigheter. Så vi unngår en forvitring av velferdsstaten.

”Norges forskningsråd er dyrt i drift og gjør mer ugagn enn nytte. Forskningsmeldingen må vurdere alternativer til dagens system.” Skriver professor Erling Moxnes på kronikkplass i Aftenposten den 2. januar i år. Å la forskere få midler basert på hva de har gjort snarere enn på hva de har planer om å gjøre er et utmerket forslag. Særlig i Norge, fullt av Tordenskiolds soldater. Professoren mener at Norges forskningsråd bør legges ned. Det er jeg enig i.

Om finanskrisen bereder grunnen for bedre balanse mellom krav og rettigheter og en mer intelligent satsing på forskning og utvikling, vil det på lang sikt også komme gode ting ut av det uføre norsk økonomi nå befinner seg i.

8. januar 2009

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

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Februar 2009

KAN DE SOM VIL HA ET MINDRE RETTFERDIG SAMFUNN, REKKE OPP HÅNDEN?

For Adam Smith var det viktig å la den menneskelige egoisme bli en drivkraft i det godes tjeneste. En markedsøkonomi der alle strever etter å gjøre det best mulig for seg selv, er bygget på nettopp denne innsikten. Men markedet må reguleres og justeres. Derfor betaler vi skatter. Derfor omfordeler vi inntekt. Et rettferdig skattesystem er ikke enkelt å lage. Begrepet rettferdighet betyr ulike ting for ulike mennesker.

På den årlige årskonferansen til Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) som fant sted i Operaen den 7. januar, holdt statsministeren innledningsforedraget. Jens Stoltenberg er kunnskapsrik, veltalende og med evne til å begeistre. For om lag hundre år siden så Knut Wicksell – kanskje Sveriges største økonom gjennom tidene, gift med norske Anna Bugge – det som sin største oppgave ”att oppfostra det svenska folket”. Jens Stoltenberg benyttet denne januarmorgenstunden til noe tilsvarende – å oppdra norske næringslivsledere og andre fremmøtte i markedsøkonomiens virkemåte.

Markedsøkonomiens gode og dårlige sider

I en velfungerende markedsøkonomi preget av konkurranse blir ressursene godt utnyttet, forklarer statsministeren. Forholdene legges til rette for økonomisk vekst. Stoltenberg kunne her ha henvist til moralfilosofen Adam Smith som tok utgangspunkt i et lite sjarmerende faktum – menneskets iboende og uavvendelige egoisme. Det er ikke på grunn av bakerens

velvillighet at vi får vårt daglige brød. Egeninteressen er den grunnleggende drivkraften. Sa Smith. Når folk i våre dager mener at en aktivitet er for viktig til at vi kan markedet ta seg av den, renner bakeren til Adam Smith meg i hu. Ikke veldig mye er mye viktigere enn vårt daglige brød som baker Hansen konkurrerer med baker Nordby og mange andre om å levere.

Den menneskelige egoismen er det ikke mulig å bli kvitt. Bedre derfor å legge til grunn at slik er vi, og å ha et samfunn der menneskets opptatthet av seg selv forsøkes satt i det godes tjeneste. Mente Adam Smith.

Den dårlig nyheten med markedet, minnet vår statsminister oss om, er at inntektsfordelingen lett blir skjev, og at en del grunnleggende behov ikke blir tilfredsstilt. Av den grunn må vi ha et sikkerhetsnett som fanger opp dem som faller utenfor. Videre bør fellesskapet bestride utgifter til skole, helse og pensjon for den enkelte. Eller i hvert fall sikre et grunnfjell av tjenester på disse tre områdene som eventuelt kan suppleres med private ordninger.

Fundamentalister vil Jens Stoltenberg ikke vite noe av. Og mente i denne sammenheng dem som blindt tror at et rent markedsøkonomisk regime alltid er best. Eller dem på den motsatte ytterfløy, som mener at markedet er opphav til alt som vondt og vrangt er. Baker Hansen, tenker jeg, i disse fundamentalisters verden, burde få tildelt mel og smør, sukker og gjær fra statlig hold. For dernest å produsere boller og brød i henhold til en plan utarbeidet av statlige byråkrater.

Nei, sa Stoltenberg, verden er mer komplisert enn fundamentalister skal ha det til. Avveininger må til. Markedet må ha sin plass. Men markedet må også holdes på plass. Konkurransen er bra. Lover og regler må til som blant annet sikrer oss mot utilbørlig bruk av markedsrett, og mot samfunnsskadelige finanstransaksjoner. Et rettsapparat for løsning av tvister trengs. Skatter og avgifter som gir rom for offentlige utgifter og overføringer, er det også behov for. "Taxes are what we pay for a civilized society", som den amerikanske høyesterettsdommeren Oliver Wendell Holmes sa det. Det burde vi minne hverandre om oftere, synes jeg.

Det går an å være for og imot samtidig

"Man kan ikke være prinsipielt imot noe, men likevel konkret for det samme", sa Stoltenberg. Det er feil, mener jeg. På prinsipielt grunnlag kan man være for høyere boligbeskatning i Norge, på linje hva man har i andre land, men likevel være imot et konkret forslag om dette.

Bolig som skatteobjekt er kraftig undervurdert her i landet. Boligen kan alle se. Ikke enkelt å unndra beskatning av noe slikt.

Videre vil en progressiv boligbeskatning ha gunstige fordelingsvirkninger. I mange byer i Kina er boligbeskatningen sterkt økende med antall kvadratmeter per person. En stor leilighet på Frogner, bebodd av ett menneske, ville således fått en kraftig skatteøkning, om vi gikk over til et slikt system i Norge. Med mindre hun som bor der tar inn studenter eller andre som trenger et sted å bo. Eller selger den store leiligheten til en barnerik familie for selv å flytte inn på færre, men kanskje mer hensiktsmessige og moderne, kvadratmeter. Med et slikt system for boligbeskatning ville den eksisterende boligmassen bli utnyttet bedre.

Hvorfor skal han som mottar renter på penger i banken og leier sted å bo, betale mer i skatt og husleie enn hun som eier sitt hus, og nyter godt av de "bo-tjenestene" som boligen gir? Høyere skatt på bolig er mer rettferdig i betydningen av at formuer beskattes likere uansett hvilken form formuer holdes i.

En heving av skatten på bolig gir rom for lavere beskatning av lønnsinntekt. Det å eie noe ville koste mer. Det å jobbe, ville kaste mer av seg. Selv om man prinsipielt er for høyere boligbeskatning, kan man likevel gå imot konkrete forslag om det dersom konsekvensen er en økning i det samlede skattetrykket.

Hva er rettferdig?

Videre i sitt innlegg gav statsministeren uttrykk for at han vil ha et mer rettferdig samfunn. Kan de som vil ha et mindre rettferdig samfunn, rekke opp hånden?

Det er lett å skjønne at en politiker snakker om rettferdighet. Det gir positive assosiasjoner. Men også ulike forestillinger. Hva som oppleves som rettferdig for én, vil kunne oppleves som urettferdig for en annen.

Hvordan ser en "mer rettferdig" skattepolitikk ut? Undrer jeg. Ingen ansvarlig politiker ønsker lik lønn til alle. Incentivet til å stå på reduseres. Og kaka til fordeling blir mindre. Mer relevant og helt konkret, er en marginalsatt på over 50 prosent rettferdig? Ja, om man mener at de dårligst stilte i samfunnet skal få det bedre og legger til grunn at de økte skatteinntektene til staten kommer dem til gode. Men stopp en hal. Høyere marginalsatt vil kunne virke dempende på arbeidsinnsatsen og føre til fall – eller mindre vekst – i samlet produksjon. Videre skapes det incentiver til omgørelser av regelverket. Det koster mer å være ærlig, og fristelsen til det motsatte øker. Dessuten vil trolig noen av dem som betaler mer enn halvparten av siste krone tjent i skatt, oppleve det som urettferdig. Avveininger må til. Hva den amerikanske økonomen Arthur Okun kalte "The Big Tradeoff", den mellom likhet og effektivitet, i sin bok fra 1975. (*Equality and Efficiency. The Big Tradeoff*, Brookings Institution)

Hvordan ser en skattepolitikk ut der avveiningen mellom likhet og effektivitet er slik at folk flest finner den passende? Det er spørsmål som politikere må stille seg og svare på. En heving av marginalsatten til godt over 50 prosent vil noen oppleve som rettferdig, mens andre vil føle det urettferdig. Hensiktsmessig er kanskje et mer passende ord enn rettferdig. Ordet hensiktsmessig ber om en presisering, hensiktsmessig i forhold til hva? En heving av marginalsatten til over 50 prosent er det hensiktsmessig for å få til en jevnere fordeling av kjøpekraften? Og hvordan avveie gevinsten ved jevnere fordeling mot tapet i form av tapt produksjon og økte skatteunndragelser?

Ordet rettferdighet står lettere alene. Å snakke om et mer rettferdig skattesystem, ja mer rettferdighet rent generelt, uten noe påtrengende behov for presisering, går bra. Er ikke det litt underlig?

Politikere skal begeistre og vinne nye velgere. Forskere skal undre seg og vinne ny innsikt. ”Mer rettferdig” er et fint politikeruttrykk. Men vanskelig å operasjonalisere fordi det innebærer ulike ting for ulike mennesker. Arbeid med sikte på å vinne økt innsikt i hva folk legger i begrepet rettferdighet, eller i begrepet et mer rettferdig samfunn, kunne kanskje ha noe for seg.

5. februar 2009

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

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Mars 2009

KINA VISER MUSKLER

**Coca-Cola får nei til å overta en kinesisk konkurrent.
Tre statlige kinesiske forretningsbanker topper nå listen over verdens største banker.
Kinas sentralbanksjef går i bresjen for en ny internasjonal valuta.
Holder Kina fast på 24-tegn strategien utmeislet av Deng Xiaoping tidlig på 1990-tallet
om å unngå unødvendige provokasjoner og å bygge seg opp i det stille?
Eller føler Kina seg snart fri til å utfordre USA som den ledende aktøren i verden?**

17. mars – Går det alltid bedre med Coca-Cola?

Den 17. mars ble det klart at hva som lå an til å bli den største utenlandske overtakelsen av et kinesisk selskap, Coca-Colas kjøp av Huiyuan Juice for 2,4 milliarder dollar, ikke ble noe av. Handelsdepartementet satte foten ned. Argumentet var det velkjente; for stor markedsrett som på sikt kan føre til unødig høye priser for kinesiske konsumenter. Men nasjonale interesser veide trolig minst like mye.

Huiyuan er et kjent og godt innarbeidet merkevare i Midtens Rike. Kineserne er stolte av juicen sin. De vil ikke at den skal komme på utenlandske hender. Husker du hvor snurte vi ble den gangen i 1993 da Kraft Foods tok over Freia? Ville nasjonalsymbolet Freia melkesjokolade forsvinne? Og hva med Kvikk Lunsj som vi snart skal putte i sekken før vi spenner på oss skiene? Heldigvis har Freia beholdt den norske profilen. Men sikre kunne vi ikke være.

Kina vil gjerne bli mer synlig på den globale arena, i form av kjente og anerkjente merkevarer. Vet du forresten om noen? Lenovo kanskje, det kinesisk-eide selskapet som for noen år siden tok over PC-divisjonen til IBM. Kineserne opplever det forsmedelig at små naboland som Sør-Korea, Taiwan og Singapore har selskaper som er mer kjente ute enn hva Midtens Rike kan skilte med.

Men lå det et element av Takk for sist i tommelen ned for Coca-Cola? For tre og et halvt år siden ble det statlige CNOOC i Kina nektet å overta det amerikanske oljeselskapet Unocal, til tross for at kineserne var villige til å betale mer enn noen annen for de reservene Unocal satt på. Begrunnelsen? At eiendomsretten til olje i bakken er av vital interesse for USA.

Den begrunnelsen var litt tynn, mente mange. Ikke snakk om å gå inn i high-tech selskap – overta produksjon av F-16 jagerfly – eller få tilgang på ressurser som nektes andre. Olje er en internasjonal handelsvare. Alle kan kjøpe det de vil til de rådende prisene. Når USA hver måned låner milliarder av dollar av Kina, og i tillegg selv har kjøpt seg opp i kinesiske selskap, med hvilken rett kan da amerikanerne nekte kineserne å kjøpe olje i bakken?

23. mars – Kinesiske banker topper listen

I Financial Times 23. mars, min favorittavis, står det en liste over verdens 50 største banker målt etter markedsverdi for en uke siden sammenlignet med i mai 1999. Finanskrisen som startet sommeren for snart to år siden, har ført til et jordskjelv i bankverden. For ti år siden var 14 av verdens 20 største banker anglosaksiske. Nå er det bare fem. Nummer én den gang, Citigroup, som også toppet listen for to år siden, er nummer 46 nå. Tre statlige kinesiske forretningsbanker, tatt på børs de siste tre-fire årene, topper dagens liste. Men også disse bankene har merket krisen. Børsverdien er halvert for dem det siste halvannet året.

Kinesiske myndigheter har hatt store tap i vestlige aksjemarkeder de siste par årene. På det tidspunkt aksjebørsene toppet seg, gikk de tungt inn. Kanskje mer irriterende er det at vestlige finanshus i disse dager går ut av statsdominerte kinesiske banker med en pen profitt, til tross for fallet i aksjekursene også her. Men går man inn til en lav nok pris, hvilket Goldman Sachs, RBS, HSBC og Bank of America gjorde for noen år siden, som strategiske partnere til store, vanskjøttede kinesiske statsbanker, for å få dem på beina, blir det penger å tjene likevel

23. mars – Svanesang for dollaren som internasjonal valuta?

En uke etter Kinas nei til Coca-Cola drar landets sentralbanksjef, Zhou Xiaochuan, til med en oppsiktsvekkende artikkel. Han går i bresjen for en ny internasjonal valuta. Dollaren bør få slippe ansvaret med å være verdens penger alene. Verden er bedre tjent med at Det internasjonale pengefondet (IMF) gradvis overtar som utsteder av internasjonal likviditet. Det kan skje ved en revitalisering av SDR – spesielle trekkrettigheter – som ble etablert på tampen av 1960-tallet. Om andre land skal få tilgang på flere dollar, må USA ha underskudd på handelsbalansen. Eller Amerika kan spre dollar rundt om i verden ved langsiktige investeringer, for eksempel ved å etablere eller kjøpe opp bedrifter i andre land.

Sentralbanksjef Zhou er klar over at det vil ta lang tid før SDR kan få en dominerende rolle som internasjonal valuta. Utstedelse av verdipapirer denominert i SDR, slik man nå vurderer i IMF, vil være en god start, mener han. Det tok mange tiår før amerikanske dollar overtok for det britiske pund som den viktigste valutaen internasjonalt. Og fremdeles har pundet en rolle å spille utenfor de britiske øyer.

Hva gjelder Kinas egen valuta, yuan, er ikke den konvertibel for transaksjoner på kapitalbalansen. Det betyr at kinesere bare har mulighet til å kjøpe og selge utenlandsk valuta i større kvanta når den underliggende transaksjonen har med handel i varer og tjenester å

gjøre. Før utlendinger fritt kan kjøpe yuan for investeringer i kinesiske verdipapirer, og kinesere fritt kan kjøpe dollar for investering i utenlandske verdipapirer, vil ikke Kinas valuta ha noen oppgaver utenfor landets egne grenser.

24. mars – Amerikanerne kan styre sin begeistring

Artikkelen til den kinesiske sentralbanksjefen fikk store oppslag verden rundt. Dagen etter var USAs finansminister Timothy Geithner, og landets sentralbanksjef Ben Bernanke på høring i Representantenes Hus. Hva syntes de om forslaget til Zhou Xiaochuan? Ingen begeistring.

Den fordel USA har av at andre land godtar gjeld til Amerika i dollar – noe som general De Gaulle i sin tid kalte ”an exorbitant privilege” – vil man ikke gi fra seg. Hva består privilegiet av? Av den muligheten Amerika har til å ta ned realverdien av sin utenlandsgjeld gjennom innenlandsk inflasjon. Noe slikt kan synes å være på gang. I disse dager kjøper den amerikanske sentralbanken tilbake tidligere utstedte langsiktige statsobligasjoner for 300 milliarder dollar. Hensikten er å få ned de lange rentene. Konsekvensen er stor tilførsel av likviditet. Med tilhørende fare for tiltakende inflasjon.

Har sentralbanksjef Zhous utspill et preg av Takk for sist? Noe av det første Timothy Geithner gjorde som USAs nye finansminister var å anklage Kina for manipulering av valutakursen. Ved å holde den kinesiske yuan kunstig lav gav man seg selv bedre konkurransevne på bekostning av andre, mente han. Dette utspillet slo dårlig an i Kina. Som har latt yuan styrke seg med om lag tyve prosent mot dollaren siden sommeren 2005.

25. mars – Pentagon avleverer sin årlige rapport om Kina

Den årlige rapporten fra det amerikanske forsvarsdepartementet (Pentagon) til Kongressen om den militære utviklingen i Kina kom ut i forgårs. Her kritiseres Kina manglende åpenhet hva gjelder militære strategier og disposisjoner. Kina er raskt ute med et tilsvarende svar – man liker ikke Amerikas innblanding i Kinas interne saker. Når det er sagt, må det også legges til at Pentagon legger vekt på åpenhet fra begge sider slik at det positive og gjensidig berikende forholdet mellom de to land kan utvikles videre.

I rapporten konstaterer det amerikanske forsvarsdepartementet at Kina holder fast på 24-tegn strategien utmeislet av Deng Xiaoping tidlig på 1990; hold hodet kaldt og observer, maksimer fremtidige opsjoner ved å unngå unødvendige provokasjoner, gli unna tunge internasjonale engasjementer, skjul dine hensikter og evner, bygge opp Kinas makt over en lang periode.

Er denne strategien i ferd med å endres hva gjelder Kinas engasjement i den globale økonomien. Aner vi små ildtunger ut av dragens nesebor? Eller er det enda lenge til før Kina føler seg fri til å utfordre USA som den ledende aktøren i verden?

27. mars 2009

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

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

April 2009

HVA ER PROBLEMET?

En dynamisk markedsøkonomi er effektiv. Men fordi produksjon og inntektsfordeling bestemmes samtidig, kan resultatet lett bli en ujevn fordeling av de materielle godene. Skatter og avgifter for omfordeling av inntekt har en pris i form av tapt effektivitet.

Kvotehandling, der Norge for noen hundre millioner kroner ser til at ny og ren teknologi kommer på plass i forurensende kullkraftverket i Kina, har langt større klimavirkning for verden enn om de samme kronene ble brukt til rensing i Norge. Fordeling av kvoter for utslipp bør baseres på befolkningen og ikke på tidligere utslipp.

Hvordan produsere mest mulig varer og tjenester, billigst mulig, slik at de kommer flest mulige mennesker til gode? Det er den økonomiske utfordringen et hvert samfunn står overfor.

Med Kinas de facto gradvise overgang til en markedsøkonomi fra slutten av 1970-tallet og utover, og Sovjetunionens sammenbrudd tidlig på 1990-tallet, med tilhørende takk og farvel til den sentralstyrte planøkonomien, kan vi si med den anerkjente og klart venstreorienterte professor Robert H. Wade ved Londons School of Economics: "Kapitalisme i bred forstand har vunnet" (Financial Times 17. april i år). Men problemfritt er systemet ikke. Vi skal her se på to sentrale utfordringer.

Problem 1: Skjev inntektsfordeling

En velfungerende markedsøkonomi synes best i stand til å sikre en effektiv utnyttelse av ressursene for å dekke menneskelige behov slik de kommer til uttrykk i form av effektiv etterspørsel. Men innbakt i denne setningen ligger et problem. "Behov" og "effektiv

etterspørsel” – hva er forskjellen? Kjøpekraft må til for å omsette behov i etterspørsel. Man trenger inntekter for å handle. Men – og det problemets kjerne – hvordan blir inntektsfordelingen til? Og hva kan myndighetene gjøre for å påvirke denne fordelingen?

En markedsøkonomi er kjennetegnet ved desentraliserte beslutninger. Den enkelte bestemmer selv. Og må selv ta konsekvensene av sine beslutninger. Man velger ikke foreldre. Men de fleste av oss velger utdanning og jobb. De flinke og arbeidsomme med flaks tjener gode penger. Kapital akkumuleres. Noen går til dekket bord her – nemlig de som arver store formuer. I tillegg til inntekt av eget arbeid har kapitalistene inntekt i form av avkastning på kapitalen. De mindre flinke som kanskje også har uflaks, må nøye seg med beskjedne inntekter; lavere lønn og kanskje tap på investeringene sine.

Markedsprisene blir til i samspillet mellom tilbud og etterspørsel. Forholdene endrer seg kontinuerlig. På tilbudssiden ved utvikling av ny kunnskap og ny teknologi, og ved nye handelspartnere og nye konkurrenter i en stadig mer globalisert verden. På etterspørselssiden ved nye krav og ønsker, ved endringer i vaner og kjøpemønstre. Når prisene endrer seg, endres inntektsfordelingen også. I en dynamisk markedsøkonomi skapes det vinnere og tapere. Men produktiviteten stiger, og stadig flere varer og tjenester blir tilgjengelig. Til glede for de aller fleste av oss.

Uheldige laksefiskere

Midt på 1960-tallet kostet én kilo torsk tre kroner og én kilo laks 18 kroner. Hvilket betyr én kilo laks kjøpte seks kilo torsk. I dag er prisen på torsk fort vekk det dobbelte av prisen på laks. Hvorfor denne 12-ganger'n i økt verdi av torsk målt mot laks? Fordi ivrige og foretaksomme folk, på jakt etter mer avkastning på pengene sine, lyktes med lakseoppdrett. Mange har tjent seg steinrike på dette. Og mange har tapt skjorta. Lakseoppdrett har vært til velsignelse for verden. Folk jorda rundt har nå tilgang på billigere fisk.

Men de gamle laksefiskerne fikk etter hvert en dårlig inntektsutvikling. Prisen på vill-laks sank i takt med økningen i tilbudet av oppdrettslaks. Tenk om de med rett til fiske av vill-laks i havet hadde hatt stor makt i Norge, og tilsvarende i andre land som nå driver oppdrett i stor stil. Og lyktes med forbud mot lakseoppdrett. Bra for dem. Prisen på laks ville holdt seg høy. Men ikke bra for verden.

Produksjon og inntektsfordeling bestemmes samtidig

Bedriftenes beslutninger om hva de skal produsere, hvordan og hvor mye, danner grunnlaget for inntekt og profitt. Det er bestemmende for hvilke lønninger som kan betales. I en kapitalistisk markedsøkonomi kan vi således si at produksjon og inntektsfordeling bestemmes samtidig – ikke hver for seg.

Om politikerne ønsker en annen fordeling av inntektene enn den markedet gir, er det behov for skatter og overføringer. Men skattlegging er ikke gratis. Staten må ta høyde for at skatter og avgifter virker dempende på folks iver til å jobbe. Dessuten bidrar skatter til at mange ender opp med å bruke tiden på lite produktivt vis. Når snekkeren maler og maleren snekrer, fordi skattesystemet gjør det lønnsomt for dem, blir produksjonen i samfunnet mindre enn den kunne ha vært om folk i større grad hadde drevet med det de er skikkelig proffe på.

Problem 2: For billig å forurense

”Veksten er problemet” er tittelen på en liten artikkel professor Arne Johan Vetlesen har i Aftenposten den 8. april. Her heter det at den økonomiske veksten i verden ”er basert på naturkapitalens forringelse.” Og videre at de kalkylene kommersielle aktører så vel som økonomifaget opererer med, ikke tar høyde for ”ødeleggelse av økosystemer”. Det siste er feil. Økonomifaget tar høyde for ødeleggelse av økosystemer. Eksterne virkninger av produksjonen skal inn i kalkyler for samfunnsmessige beregninger av lønnsomhet. Det er pensum i økonomifaget allerede første året. At negative virkninger av økonomisk virksomhet ikke er med i foretakenes kalkyle derimot, er – slik professoren hevder – ofte tilfelle.

Om bedrifter må betale for utslipp av CO₂, vil forringelse av naturkapital som hugst av regnskog, med tilhørende vekst i lageret av klimagasser i atmosfæren, komme inn i bedriftenes kalkyler. Arbeidet med prising av CO₂-utslipp, uansett hvor i verden utslippene finner sted, er viktig. På samme måte bør planting av skog, og vekst i bestanden av skog som binder CO₂, bli belønnet med en negativ avgift, dvs. bli subsidiert, uansett hvor i verden det skjer. Utslipp (og reduksjon) av CO₂ er et globalt anliggende, ikke et nasjonalt.

Stoltenbergs ettermæle

På tampen av sitt innlegg uttrykker professor Vetlesen engstelse for vår statsministers ettermæle. I de 19 årene Stoltenberg har fremmet kvotehandel, har norske utslipp økt med 29 prosent. ”Det er grenser for hvor lenge en forverring av problemet kan fremstilles som selve løsningen”, konstaterer Vetlesen. Og glemmer, som så mange andre, at klimaproblemene er et globalt anliggende.

Norge må gjerne fortsette å øke egne klimautslipp om det er et bidrag til at verden samlet sett tar ned utslippene. Kvotehandel, der Norge for noen hundre millioner kroner ser til at ny og ren teknologi kommer på plass i forurensende kullkraftverket i Kina, vil trolig ha en langt større klimavirkning for verden enn om de samme kronene ble brukt til rensing i Norge.

Fordelingen av kvoter for utslipp av klimagasser bør baseres på befolkning i hvert enkelt land og ikke på tidligere utslipp. De rike land ville dermed bli storkjøpere av kvoter fra de fattige landene.

Norge bør ha som langsiktig mål å få på plass et system verden rundt der alle bedrifter legger inn i sine kalkyler samme prisen for utslipp av klimagasser.

28. april 2009

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

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Mai 2009

DOLLAR ELLER YUAN?

Dollarenes dominerende rolle i det internasjonale finanssystem er Kina stadig mer skeptisk til. En tiltakende prisstigning i USA vil føre til synkende kjøpekraft på de amerikanske verdipapirene Kina eier. Men så lenge Midtens Rike vil ha styring på valutakursen og en selvstendig rentepolitikk kan ikke den kinesiske yuan bli en internasjonal valuta av betydning.

Nylig etablerte Peoples Bank of China (PBOC) kredittlinjer med sentralbanken i Sør-Korea, Indonesia, Malaysia, Argentina og Hviterussland. Hensikten er å sikre at handelen som disse landene har med Kina, kan gjøres opp ikke bare i amerikanske dollar men også i kinesiske yuan. Et lite skritt for menneskeheten, et stort skritt for Kina? Vil Midtens Rike snart utfordre USA som eier av verdensvaluta nummer én?

Stabilitet er viktigst

De kinesiske lederne er opptatt av én ting fremfor noe annet – ro og stabilitet. Gradvise endringer, med sikte på å bevare kontrollen, hvilket fanges opp i uttrykket ”feeling the stones while crossing the river”, er Kinas stil. Dette gjelder også i den økonomiske politikken hvor man legger vekt på ikke bare å lære av egne feil, men også av andres. En klassiske tabbe i internasjonal økonomisk politikk de senere år har vært for rask liberalisering av penge- og finansvesenet i mange land, og for fri anledning til å flytte penger ut og inn av land. Bråe kast og kjappe endringer er ikke Kinas vei. Av den grunn vil ikke den kinesiske valutaen bli en global valuta av særlig betydning i overskuelig fremtid. En global valuta fordrer nemlig at verdipapirer i denne valutaen gjøres fritt tilgjengelig for folk og institusjoner i andre land. Det er ikke Kina interessert i. Hvorfor ikke? Fordi frie kapitalbevegelser og en styrt valutakurs ikke går i hop. Så lenge Midtens Rike vil ha styring på valutakursen og en selvstendig rentepolitikk, kan ikke den kinesiske yuan bli en internasjonal valuta av betydning.

Kineserne er misfornøyde med det internasjonale monetære systemet

Åpning for bruken av kinesiske yuan snarere enn dollar i handelen med noen land er et lite skritt i retning av en internasjonalisering av yuan. Kredittlinjer på til sammen 650 milliarder yuan, eller 95 milliarder dollar, tilsvarer *overskuddet* i løpet av et kvartal som Kina har på driftsbalansen med utlandet – en dråpe i havet. Viktigere enn den økonomiske effekten er den politiske. Kina gir et signal om at man ikke er fornøyd med dagens ordening – et internasjonalt valutasystem som for alle praktiske formål hviler fullt og helt på den amerikanske dollaren.

To slike signaler er tidligere gitt. Under World Forum konferansen i Davos i vinter uttalte den kinesiske statsministeren Wen Jiabao at det kanskje var på tide at læreren lyttet litt til eleven. I sitt arbeid med få på plass et moderne bank- og finansvesen har store, statlige kinesiske banker tatt inn prestisjetunge utenlandske finanshus som ”strategiske partnere”. Kanskje den kinesiske modellen med enklere spareprodukter og lettere gjennomskuelig låneprodukter har mer for seg enn de avanserte produktene lærermesterne kommer med? En naiv tro på markedenes selvregulerende evner og intens jakt på kortsiktig profitt førte til et bank- og finansvesen med altfor lite egenkapital, med altfor mange produkter, som altfor få forstod seg på. Dagens internasjonale finanskriser skyldes i stor grad virkemåten til det amerikanske finansvesenet, mener Wen.

Et annet signal stod sjefen for PBOC for, Zhou Xiaochuan, da han for noen uker siden sendte ut et notat med forslag om å gi SDR en større rolle internasjonalt. SDR, eller spesielle trekkrettigheter, er en form for penger utstedt av Det internasjonale pengefondet (IMF). Siden penger ikke lenger har noen binding til gull eller andre varer, er tilliten man har til pengene basert på at utstederen av dem viser måtehold. Om han ikke det gjør, og pengemengden stiger for raskt, blir det vanskelig å unngå inflasjon. Det betyr at pengeverdien synker. Den som har ervervet nominelle fordringer, taper kjøpekraft med mindre renten er høy nok til å kompensere for prisstigningen og å gi avkastning utover denne.

Nettopp denne frykten for amerikansk inflasjon var det Zhou Xiaochuan trakk frem i sitt notat. Den amerikanske sentralbankens nye politikk går ut på å kjøpe tilbake langsiktige statsobligasjoner med friske penger. ”Quantitative easing” kalles det. Denne politikken skaper betydelig engstelse i Kina. Vil de store dollarfordringene Kina sitter på miste kjøpekraft fordi amerikansk inflasjon kan være en hensiktsmessig måte for USA å dempe skadevirkningene av den finanskrisen USA selv har frembrakt?

Kina er altså både irritert og engstelig over amerikansk penge- og valutapolitikk. Mindre irritert blir ikke kineserne av amerikanernes stadige mas om at Kina må la sin valuta styrke seg mot dollaren. Som om en endring i denne bilaterale valutakursen kan redde amerikanerne fra konsekvensene av fravær av egen sparing? Det kan den ikke. En sterkere yuan ville rett nok ta ned USAs underskudd i handelen med Kina. Men i hovedsak vil dette underskuddet flyttes til andre land i Sør-Øst Asia og Latin-Amerika. Om andre valutaer i Asia styrker seg mot dollar i samme grad som yuan gjør det, vil virkningen for amerikansk økonomi være noe sterkere.

Kinas valutapolitikk

Først i januar 1995 begynte Kina å få orden på sin valutapolitikk. Systemet med ulike valutakurs for ulike typer transaksjoner ble erstattet med felles kurs for alt som hadde med handel i varer og tjenester å gjøre. Og slik handel ble liberalisert fullt ut. Handel i verdipapirer, dvs. fri flyt av penger over landegrensen, forble strengt regulert.

Fra oktober 1997 og frem til juli 2005 lå prisen på én dollar fast på 8,28 yuan. Under Asia-krisen (1997-1999) der Kinas naboland i tur og orden skrev ned sine valutaer mot dollaren, holdt Kina kursen fast. Innenlandske investeringer tok over som motor i økonomien. En kraftig ekspansjon av infrastruktur fant sted. Veier og jernbaner ble bygget, nye flyplasser etablert og produksjons- og handelsområder utviklet. I denne perioden ble en storstilt privatisering av boligmarkedet i Kina også gjennomført. Den enkelte leietaker fikk tilbud om å overta den statseide boligen for en pris på tyve prosent eller mindre av markedsverdien. I løpet av kort tid eide syv av ti sin egen bolig i byene. En slik formidabel omfordeling av formue fra staten til private virket befordrende på husholdningenes etterspørsel etter mat og klær, biler og TV-er, restaurantbesøk og reiser.

Til tross for svekket konkurranseevne gjennom fastholdelsen av prisen på dollar målt i yuan på 8,28 lyktes det Kina å opprettholde den økonomiske veksten i denne vanskelige tiden – innenlandsk etterspørsel tok over for vekst i utenlandsk.

Noen år senere snudde bildet. På bakgrunn av store investeringer i egen produksjonskapasitet tok eksporten seg opp igjen en stund etter Asia-krisen. Symptomatisk er stålindustrien. På få år gikk Kina fra å være en betydelig importør av stål til å bli en betydelig eksportør. De første syv årene i dette århundre økte kinesisk eksport av varer og tjenester med i gjennomsnitt 25 prosent per år. Noen forståelsegjætere så for seg at all industri her i verden ville måtte bli lokalisert til Kina i løpet av 25-30 år. Men forlengelse av trender er sjelden en god måte å gjette om fremtiden på.

På bakgrunn av store og økende overskudd i handelen med utlandet skrev kineserne i juli 2005 opp verdien av yuan med et par prosent; prisen på dollar ble satt ned fra 8,28 yuan til 8,11 yuan (og da blir jo yuan mer verd). En gradvis og kontrollert appresiering av den kinesiske valutaen fulgte de neste tre årene. Da prisen på dollar var kommet ned i 6,84 yuan, fant kineserne igjen tiden moden for en stabilisering. Det hadde sammenheng med den internasjonale finanskrisen som også kineserne merker konsekvensene av. En ytterligere forverring av egen konkurranseevne via en ytterligere styrking av sin valuta, ville Kina ikke være med på.

Det var knyttet stor spenning til hvordan USAs nye president Barack Obama ville møte kineserne på det valutapolitiske området. I valgkampen hadde han gått langt i retning av å anklage Kina for en ugrei handelspolitikk. Under høring i Kongressen med sikte på å bli ny finansminister antydte Tim Geithner at Kina kanskje skulle bli gitt merkelappen ”currency manipulator”. I så fall ville USA stå fritt til å iverksette mottiltak mot kinesisk import. Slik ble det ikke. President Obama viste bedre skjønn enn som så.

For mange egg i én kurv

Konsekvensen av store overskudd på handelsbalansen er akkumulering av store reserver av utenlandsk valuta. Kinas sentralbank har nå verdipapirer med en verdi på til sammen over to tusen milliarder dollar. Til sammenligning har Norges Bank ved Statens Pensjonsfond – Utland en beholdning av utenlandske verdipapirer på vel to tusen milliarder kroner. Med 300 kinesere pr. nordmann og 6,67 kroner pr. dollar, betyr det at den norske stat har en utenlandsformue pr. innbygger som er 45 ganger større enn hva den kinesiske staten har.

Mens Norge har spredd sine valutafordringer over mange land og mange ulike typer finansielle instrumenter, har den kinesiske i stor grad valgt å akkumulere fordringer i amerikanske dollar og da hovedsakelig i statsobligasjoner. Hvorfor ikke den kinesiske porteføljen er bedre diversifisert har jeg alltid lurt på.

Følelsen av å bli ydmyket kan skape politisk uro

Kineserne er sårbare overfor den politikken med ”quantitative easing” som den amerikanske sentralbanken nå driver med. Makter man ikke – eller vil man ikke – reversere denne politikken når etterspørselen i USA atter tar seg opp igjen, kanskje på tampen av året, vil resultatet bli tiltakende inflasjon. Sett med amerikanske øyne betyr det at gjeldsbyrden til utlandet blir lettere å bære. Med kinesiske øyne, nok en fantestrek fra Vesten som virker ydmykende på Midtens Rike.

Om den jevne kineser skulle se det slik – lurt av Vesten – kan det skape uro internt i Kina. I første omgang nasjonalisme rettet mot andre land og dets ledere. I neste omgang godt mulig rettet mot egne ledere. En slik utvikling vil Kinas maktelite for all del unngå. Blant annet på den bakgrunn må vi se Kinas behov for sterkere markering av sin rolle på den globale finansarenaen. Med kritikk av USA og av dollarens dominerende rolle. Slik at den jevne kineser ikke skal ha noen grunn til å kjenne seg ydmyket – landets ledere står opp mot dem som ikke vil Kina vel.

Men at yuan skulle ta over for dollar som ledende verdensvaluta, ligger flere tiår frem i tid – om det overhodet skjer.

18. mai 2009

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

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Juni 2009

INFLASJON – LØSNING ELLER PROBLEM?

En solid dose inflasjon kan bidra til å rette opp balansen til foretak med mye gjeld på passivasiden og mye realkapital på aktivasiden. For USA, med stor utenlandsgjeld i dollar, er inflasjon særlig fristende. Den økningen i likviditet som har funnet sted i amerikansk økonomi den senere tiden, øker faren for inflasjon. Kanskje noen land vil være mer fristet til å kjøpe amerikanske statsobligasjoner om de er denominert i euro?

I 1978 kom boken *Inflasjon – et uløselig problem?* Som vignett ble et sitat fra Paul A. Samuelson, nobelprisvinner i økonomi, anvendt: ”Problemet med krypende inflasjon er det klart viktigste problemet den moderne, økonomiske vitenskap ennå ikke har løst”.

Det var den gang. Og ikke nå. De siste 15-20 årene har inflasjonen i så godt som alle land i verden holdt seg langt lavere enn hva man erfarte gjennom 1970- og 1980-årene. Overgang til inflasjonsstyring, slik vi fikk i Norge i 2001, etter at New Zealand startet med å gå opp løypa tidlig på 1990-tallet, har vært meget vellykket. I perioder har inflasjonen sågar vært for lav – en temmelig utenkelig tanke den gang jeg skrev boken nevnt over.

I Norge bekymret vi oss litt over at målet om at 2,5 prosent inflasjon ikke lot seg innfri. Men når vi forstod at en viktig årsak var stadig mer og stadig billigere import fra Kina, fortok denne bekymringen seg.

Høyere inflasjon kan gi lavere gjeldsgrad

Snarere enn å være et problem har flere kommet på tanken om ikke høyere inflasjon kan være et hensiktsmessig virkemiddel som bidrag i løsning av den krisen vi nå opplever. En solid dose inflasjon ville gjøre mye for å rette opp balansen til foretak med mye gjeld på

passivasiden og mye realkapital på aktivasiden. Realverdien av gjelden synker når det generelle prisnivået tar til å stige. Realverdien av fysiske aktiva som lagre, maskiner og bygninger trenger ikke endres. Hvilket betyr at egenkapitalen stiger.

Ved tiltakende inflasjon kan banker og andre långivere glede seg over større egenkapital og mindre risiko hos mange av de bedriftene de har lånt penger til. Villigheten til å øke utlånene stiger når kundene får bedre soliditet. Den tørken mange mener å merke i kredittmarkedet vil forta seg. Tiltakende prisstigning, kunne man således hevde, innebærer en hensiktsmessig omfordeling av formue. Gjeldsgraden i bedriftene synker, kreditten flyter lettere, og det blir mer fart i en slapp økonomi.

Ved inflasjon kan USA lette sin gjeld til utlandet

For USA fremstår inflasjon som særlig attraktivt. Hvorfor det? Fordi USAs store og økende utenlandsgjeld er denominert i landets egen valuta. Land som har akkumulert store fordringer i dollar, for eksempel som er eiere av betydelige mengder amerikanske statsobligasjoner, vil oppleve at kjøpekraften i Amerika av disse fordringene synker når inflasjonen i USA tiltar. Om andre land holder egen prisstigning i sjakk, vil dollarkursen trolig falle. Og dollar mister kjøpekraft verden rundt. Om dollarkursen svekker seg mer enn inflasjonsforskjellene tilsier, betyr det at konkurranseevnen til amerikanske bedrifter bedres. Det blir lettere for USA å øke eksporten og å betjene gjelden landet har til resten av verden.

De som sitter på amerikanske fastrentepapirer, vil være mindre glade for en slik utvikling. Som "eier" av verdens ledende valuta påhviler det USA et ansvar for at kvaliteten av denne valutaen holder seg over tid. Hvilket betyr et stabilt prisnivå i Amerika. Eller eventuelt en moderat og forutsigbar inflasjon. Dollarens rolle som ledende verdensvaluta vil bli underminert dersom sentralbanksjef Ben Bernanke med åpne øyne lar tiltakende inflasjon redusere realverdien av amerikanske fastrentepapirer.

Men hva er det Bernanke har drevet med i det siste? "Quantitative easing" er det nye slagordet. Han har gått ut i markedet og kjøpt tilbake tidligere utstedte statsobligasjoner for milliarder av nytrykte dollar. Hvilket betyr at privat sektor gir fra seg rentebærende papirer i bytte for ikke-rentebærende sentralbankpenger. Når Fed – den amerikanske sentralbanken – kjøper lange statsobligasjoner og andre lange papirer i bøtter og spann, drives prisen på dem opp. Hvilket er ensbetydende med at renten drives ned. Og lavere lange renter er nettopp hva myndighetene ønsker. Det kan sette fart på realinvesteringene i Amerika, og således få hjulene i økonomien til å snurre fortere rundt.

Å ta sentralbankens egen balanse i bruk ved å kjøpe massivt med papirer i markedet og betale med nytrykte penger, er et innovativt grep. Det store spørsmålet mange stiller seg nå er om Fed vil trekke likviditeten inn igjen når realøkonomien i USA etter hvert kommer på fote. Eller vil man vente for lenge med å legge pengepolitikken om i restriktiv retning? I så fall kan situasjonen der for mange penger jager etter for få varer og tjenester lett oppstå, hvilket er en sikker oppskrift på inflasjon.

Behov for mer sparing i USA

Om de globale ubalansene som ligger bak den finanskrisen vi nå er midt oppe i, skal rettes opp, må amerikanerne legge om pengebruken. Mindre penger til konsum. Mer penger til investeringer. Hvilket ganske enkelt betyr at sparingen i USA må opp. Manglende sparing er kjerneproblemet. For lite ressurser til utbygging av produksjonsapparatet hvori inngår en bedre infrastruktur og også en bedre grunnskole for mange amerikanske barn – investering i menneskelig kapital, som det heter – er hva Barack Obama og hans team nå tar tak i. I tillegg går de løs på problemet med manglende helseforsikring for mange amerikanere.²

Et årlig underskudd på driftsbalansen med utlandet på 300-400 milliarder dollar kan USA gjerne ha år ut og år inn. For om utdanningen styrkes og realinvesteringene øker, vil økonomien vokse. Utenlandsgjelden som andel av den samlede verdiskapningen vil stabiliseres og etter hvert synke. Og betjeningen av denne gjelden vil være uproblematisk.

Faktisk er det slik at så lenge resten av verden trenger mer internasjonal likviditet, dvs. dollar, er det fint at USA har underskudd i sitt økonomiske samkvem med andre land. Men dette underskuddet må ikke være for stort. Og bak det hele må det stå en sunn og sterk amerikansk økonomi.

Vil Kina forlange at Amerika låner i euro?

Om USA derimot ikke makter å øke sparing og investering i tilstrekkelig grad slik at gjelden til utlandet stadig blir tyngre å bære, kan en overraskende og kraftig stigning i prisnivået i Amerika være en hensiktsmessig måte for USA å ta ned realverdien av denne gjelden på. General Charles de Gaulle kalte i sin tid USAs anledning til å utstede gjeld i egen valuta for "et privilegium som gikk utover rimelighetens grenser". Om dette privilegiet misbrukes ved overdreven inflasjon, vil Amerika gradvis miste det. I så fall må USA kanskje finne seg i å utstede egen gjeld i andres valuta.

Egentlig ville jeg ikke bli så forbauset om noen av långiverne til Amerika, for eksempel Kina, vil foreslå noe slikt. "Om dere legger ut nye statsobligasjoner denominert i euro", kunne kineserne si til amerikanerne, "er vi mer interessert i å kjøpe dem."

Enn så lenge vil jeg tro at Ben Bernanke har kontrollen. Så snart pilene begynner å peke oppover igjen, vil den "monetariseringen" av statsgjeld som nå finner sted, bli reversert. Men sikre kan vi ikke være. Og en stø hånd på rattet kreves, pluss kanskje litt flaks, om USA skal lykkes med denne sin temmelige innovative pengepolitikk.

17. juni 2009

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

² Tenk på innkurven til president Obama. Den tenker jeg på nesten hver dag. I tillegg til de enorme økonomiske oppgavene han må løse, kommer alle de politiske. For meg virker det som om han har godt tak på det meste. Hvordan går det an?

Working Paper Series

- 1/05 **Steigum, Erling**
Finn Kydland – Norges tredje Nobelprisvinner i økonomi
- 2/05 **Isachsen, Arne Jon**
Kina
- 3/05 **Isachsen, Arne Jon**
Internasjonal økonomi på randen?
- 4/05 **Steigum, Erling**
Aktivabobler: Kan og bør myndighetene gjøre noe?
- 5/05 **Isachsen, Arne Jon**
Bank og finans i Kina
- 1/06 **Isachsen, Arne Jon**
Greenspan går fra borde, og Erna vil ha Euro
- 2/06 **Beine, Michel, Paul De Grauwe and Marianna Grimaldi**
The impact of FX Central Bank Intervention in a Noise Trading Framework
- 3/06 **Isachsen, Arne Jon**
Canada Goose
- 4/06 **Isachsen, Arne Jon**
Like før det smeller? Om globale ubalanser
- 5/06 **Qvigstad, Jan Fredrik**
When does an interest rate path "look good"?
Criteria for an appropriate future interest rate path
- 6/06 **Isachsen, Arne Jon**
Verdens rikeste land
- 7/06 **Steigum, Erling**
Den Keynesianske revolusjonen 70 år etter: Et tilbakeblikk
- 8/06 **Isachsen, Arne Jon**
Elleve i Kina – Ved én av dem
- 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

Working Paper Series

- 5/07 **Isachsen, Arne Jon**
Utenrikspolitiske refleksjoner
- 6/07 **Bottelier, Pieter and Gail Fosler**
Can China's growth trajectory be sustained?
- 7/07 **Isachsen, Arne Jon**
Uro
- 1/08 **Houg, Kjetil**
A note on the concept of risk
- 2/08 **Isachsen, Arne Jon**
Bolig- og finanskrisen i Amerika
- 3/08 **Isachsen, Arne Jon**
Kjøp og salg av risiko
- 4/08 **Husum, Hans Olav**
Hvor kommer pengene fra?
Kilder til meravkastning i Statens Pensjonsfond Utland
- 5/08 **Steigum, Erling**
Befolkningsaldring, pensjonsreformer og realøkonomi
- 6/08 **Isachsen, Arne Jon**
Om finanskrisen i USA
- 7/08 **Isachsen, Arne Jon**
Kommer Amerika tilbake?
- 1/09 **Isachsen, Arne Jon and Ole C. Sand**
China's revival
- 2/09 **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Den menneskelige factor
- 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

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.

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>