



CME

Working Paper Series 1/06

**GREENSPAN GÅR FRA BORDE,  
OG ERNA VIL HA EURO**

Arne Jon Isachsen  
CME/BI

Februar 2006



**BI**

Centre for Monetary Economics,  
BI Norwegian School of Management

# **Greenspan går fra borde, og Erna vil ha Euro**

Madam President.....	side	1
Kinesisk valutakurv.....	side	5
Greenspan går fra borde.....	side	9
Finansielle ubalanser.....	side	13
China Construction Bank går på børs.....	side	17
Erna vil ha Euro.....	side	21

Dette arbeidsnotatet setter sammen Månedsbrevet for fjorårets seks siste måneder.

Arne Jon Isachsen

# MÅNEDSBREVET

Juli 2005

## MADAM PRESIDENT

---

**Hva mener president George W. Bush når han sier at han skal bruke den politiske kapitalen som en temmelig overbevisende valgseier gav ham? Hans monomane fokusering på kutt i skatter, uansett de økonomiske realitetene, vil på sikt virke ødeleggende for USA. Mens president Reagan styrte et land med netto fordringer på resten av verden, er USA nå verdens mest forgjeldede nasjon. Og mens eldrebølgen var 20-30 år unna under Reagan, står den rett for døra nå. Om ikke Bush besinner seg, blir den neste presidenten en demokrat. Kanskje Bill Clinton kan flytte tilbake til Det hvite hus? Men da som mannen til Madam President.**

---

Stadig spretter det opp nye "tankesmier" i USA. En grunn er at det i universitetsmiljøer ofte ikke finnes mekanismer som markerer at nok er nok; at du og ditt miljø er kommet inn i en blindgate. Resultatet er forskning inn i det irrelevante. Beslutningstakere i privat og offentlig sektor vil da etterspørre tjenester fra andre forskningsbaserte miljøer.

Mange rike amerikanere donerer store penger til forskning. Her har USA en helt annen tradisjon enn Europa. For den som ønsker å bli husket av ettertiden, kan det være greit å ha en forskningsinstitusjon, et auditorium eller et program oppkalt etter seg.

I november i fjor tilbrakte jeg to uker ved Brookings Institution i Washington DC. Etablert i 1916 tror jeg dette er den eldste "think-tank" i USAs hovedstad. Her befinner det seg om lag hundre forskere med bred kompetanse over mange temaer.

### **Hvorfor vant Bush valget?**

I midten av november var George W. Bush nylig blitt valgt til president for andre gang. Også på Brookings fant en omfattende analyse- og seminarvirksomhet sted. Hvorfor vant Bush? Hvorfor vant han så klart? Hva manglet John Kerry?

Fire år tidligere besluttet Høyesterett med 5 mot 4 stemmer å godkjenne valgresultatet i Florida. Dermed, kan man si, ble USAs 43. president *selected* snarere enn *elected* (utvalgt snarere enn valgt). Demokratenes motkandidat, tidligere visepresident Al Gore, hadde en halv million flere stemmer. Hvor urimelig, syntes jeg den gangen, at Bush gikk foran Gore når sistnevnte hadde flere stemmer.

Denne gangen fikk Bush ti millioner flere stemmer enn forrige gang. Men viktigere, han fikk tre millioner flere enn John Kerry. Imidlertid var det også denne gang temmelig "close race". Som sist kom avgjørelsen i Ohio. Dersom 60.000 av dem som stemte på Bush i denne staten i stedet hadde stemt på Kerry, ville Kerry vunnet. Innmari synd, tenkte jeg, som heia på Kerry. Men gjorde meg også en annen refleksjon. Selv om Bush drog av sted med 3 millioner flere stemmer enn Kerry, ville jeg ikke hatt noe imot om Ohio hadde gått til Kerry, slik at han hadde endt opp i Det hvite hus. Argumentet mitt fra forrige gang, om det urimelige i at Gore – med flest stemmer – ikke ble president, mister relevans om "min" kandidat har fordel av systemet. Objektivitet er ikke menneskets sterkeste side.

I seminar på Brookings med ledende valgforskere og politiske analytikere kom en del interessante tall frem:

- Bush vant menn med 11 prosentpoeng overvekt, som sist
- Bush tapte kvinner med 3 prosentpoeng, mot et tap på 11 prosentpoeng i 2000
- Ved valgdagsundersøkelser tidlig på dagen lå Kerry godt an. Men det skyldtes at langt flere kvinner enn menn avga sin stemme om morgenen
- Katolikkene gikk denne gangen til Bush, med 52 prosent mot 47 prosent for Kerry (Husk at det er flere kandidater enn de to som kampen i realiteten står mellom)
- Om Kerry hadde fått 21.000 flere stemmer i New Mexico, Iowa og Nevada, riktig fordelt, ville det ha blitt uavgjort. I så fall ville Kongressen måtte peke ut presidenten (Med republikansk flertall både i Representantenes Hus og i Senatet ville det blitt Bush.)

Flere av innleiderne pekte på at Bush – i mange amerikaneres øyne – er langt mer likandes enn Kerry. Det er vanskelig for oss i Europa å forstå. Dessuten, med Bush vet man hva man har – med Kerry vet man ikke hva man får. "At least you know what I believe and where I stand", ble Bush's viktigste replikk.

Kerry manglet Clintons kraft til å overbevise og til å engasjere. Som 91-årige, Lincoln Gordon, USAs ambassadør i Brasil under Kennedy, sa under et Brookings-seminar: "The Kerry campaign was a Clinton campaign without Clinton". Kerry fremstod som en mann fra overklassen, fjernt fra mannen i gata.

#### BOKS 1: I HEISEN MED CLINTON

Om Dagsavisen noen gang spør meg hvem jeg vil sitte fast i heisen med – er Clinton mannen (evt. kvinnen om Hillary blir president og Dagsavisen spør meg da). "Hvordan maktet du", ville jeg spurt "å stå oppreist når det stormet som verst?" Når folk i denne spalten svarer "Min kone", grøsser det nedover ryggen min. Ser de så lite til kona si at en time i heisen med henne kan komme godt med? Hvor bleik og fantasiløs går det an å bli? Da har jeg mer sans for hva IT-konsulent Rune Bakke svarte: "Det er for skummelt å svare på. Jeg har samboer".

Jeg har pløyd gjennom Clintons selvbiografi<sup>1</sup> på vel 900 sider. Han kom fra meget trange kår. Moren var enke da han ble født. Da Bill var knappe fire år gammel, giftet hun seg med Roger Clinton. Han manglet selvtillit og søkte trygghet i alkoholen. Trolig hadde han vært gift tre

<sup>1</sup> Bill Clinton (2004), *Mitt liv*, Damm & Søn, Oslo.

ganger tidligere og hadde to barn. Stefarens to barn fikk Bill Clinton først vite om etter at han var blitt USAs 42. president.

Hvorfor gikk det så bra med Bill? Fordi jeg hadde tre personer ”som alltid fikk meg til å føle at jeg var verdens viktigste menneske for dem”, sier han selv. En mor, en bestemor og en bestefar. At besteforeldrene tidvis fløy i tottene på hverandre, var ikke til hinder for at lille Bill var øyenstenen for dem begge. Bestefaren drev en liten kolonialbutikk. Da han døde, var det massevis av ubetalte regninger fra kunder, de fleste av dem var svarte. ”En utrolig snill og generøs mann”, sier Clinton om ham, som var ”helt fri for rasisme”.

## Hva kan vi vente oss?

Hva kan vi så vente oss av George W. Bush i hans andre periode? Da valgresultatet var klart, sa Bush: ”I earned capital in the campaign, political capital, and now I intend to spend it. It is my style”. Umiddelbart stusset jeg over dette utsagnet. En ekte kapitalist bruker ikke opp kapitalen – han ser til at pengene yngler. I politisk sammenheng gjelder det vel å vise velgerne at de valgte rett? At presidenten fortsetter å bygge opp politisk kapital for seg selv og for det han står for. Slik at en republikaner også om vel tre år er å foretrekke fremfor en demokrat i Det hvite hus.

Men hvis Bush føler seg fri til å ”bruke” sin politiske kapital, hva kan han da finne på å gjøre?

På det økonomiske området mister Bush stadig tillit. William Gale og Peter R. Orszag ved Brookings peker på at sparingen i USA i dag ikke har vært lavere enn siden den store depresjonen på 1930-tallet. Og det i en situasjon der vi vet at offentlige utgifter til helse og pensjon vil øke kraftig.

Betjeningen av de store lånene som USA nå tar opp i andre land, fører til at fremtidig amerikansk produksjon i mindre grad vil komme amerikanerne til gode. Til dette svarer Bush at låneopptak i utlandet kommer amerikanerne til gode fordi de gir rom for økte investeringer og større produksjon. Feil svarer Gale og Orszag, USA investerer ikke noe mer nå enn tidligere. Økte lån går til økt forbruk.

Vel, men boligprisene stiger jo så kraftig, og det gjør vel folk rikere? Ja, på papiret. Men for USA som nasjon blir det ikke flere fabrikker og maskiner, dvs. økt produksjonskapasitet, av at prisene i annenhåndsmarkedet på boliger (eller aksjer) går opp.

Tredje og siste motargument fra den sittende administrasjonen går på en sammenligning med 1980- og 1990-årene. Den gangen løste problemene seg enkelt. Nei, sier Brookings-økonomene, tøffe politiske valg var nødvendig. Noe av det første Bill Clinton gjorde som nybakt president, var å heve skattene. Samtidig holdt han de offentlige utgifter i tømme. Lavere forsvarsutgifter etter oppløsningen av Sovjetunionen bidro også til å styrke statsfinansene i USA.

Under Reagan var eldrebølgen 20-30 år unna. Nå står den for døren. Alle de barna som ble født rett etter den andre verdenskrig, er i ferd med å gli over i pensjonistenes rekke. På Reagans tid sparte den jevne amerikaner mer enn nå. Dessuten hadde USA som nasjon netto fordringer på resten av verden – i dag er USA verdens mest forgjeldede land.

Reagan var mer redelig enn Bush, hevder Gale og Orszag. Han erkjente problemer som vedvarende underskudd i statsfinansene ville skape. Og var villig til å heve skattene noe allerede i 1982, etter betydelige skatteutt år før. Også i 1984 satte Reagan skattene opp, da det ble klart at underskuddene fortsatte å vokse. Dagens Bush derimot, fortsetter å fremme forslag om skatteutt, uansett de økonomiske realitetene.

## BOKS 2: REAGAN OG DAGBLADET

Da Reagan gikk bort i fjor sommer, skrev Dagbladet på lederplass at han ”hadde evnen til å gripe et bytte i luften da Mikhail Gorbatsjov innledet en ny epoke i kommuniststaten”. Avisen fortsetter slik: ”Derfor fremstår Ronald Reagan som en mer interessant og kompleks politiker ved sin død enn han var da han styrte landet.”

Beklager Dagbladet. Jeg melder pass. Hvorfor *derfor*? Fremstår Reagan som noe annet etter sin død enn i livet fordi han, mens han var i live, maktet å gripe et bytte i luften? Er det ikke snarere slik at Dagbladet, mens Reagan drev på, ikke *så* at den gamle filmskuespilleren hadde talenter, evner og intelligens som Dagbladet på den tiden ikke tillat ham? Om så er tilfellet, hvorfor ikke skrive det?

Hvor gode sjanser vil den neste presidentkandidaten fra ”the Grand Old Party” ha om Bush ikke legger om den økonomiske politikken i tide? Om den sittende president mener alvor i å bruke opp den politiske kapitalen valget gav ham, er det trolig at en demokrat vinner i neste gang.

Kanskje Bill Clinton igjen kan ta bolig i Det hvite hus? Som mannen til Madam President.

# MÅNEDSBREVET

August 2005

## KINESISK VALUTAKURV

---

**Den 21. juli ble den kinesiske valutaen revaluert med 2,1 prosent. Prisen på én dollar sank fra 8,28 yuan til 8,11 yuan. En stabilisering av yuan mot en kurv av 8-10 andre valutaer vil føre til at økningen i Kinas valutaeserver i større grad vil komme i andre valutaer enn i dollar. Handelen med EU vil etter hvert skje i euro snarere enn i dollar. Det amerikanske rentenivået vil stige – også på lange plasseringer – og dollaren vil svekkes. Høyere rente kan dempe den innenlandske etterspørselen i USA. Svakere dollar kan øke andre lands etterspørsel etter amerikanske varer og tjenester. En friere valutapolitikk, kombinert med en friere rente, innebærer at kinesiske myndigheter nå tar markedet i bruk i sitt forsøk på å styre den samlede etterspørselen i denne vekstkraftige og dynamiske økonomien.**

---

I november, under et forskningsopphold ved Brookings Institution i Washington D. C., hadde jeg interessante samtaler med eksperter på kinesisk økonomi og politikk. Kina, ble jeg fortalt, hadde for lengst besluttet å gå bort fra den faste bindingen av sin valuta mot dollar – fra 1995 hadde dollaren kostet 8,28 yuan. En mer fleksibel valutapolitikk basert på styrt flyting mot en kurv av valutaer, eventuelt i kombinasjon med en forsiktig oppskrivning av yuan, lå i kortene. Den 21. juli skjedde denne omlegningen.

### **Kina gjør som Norge....**

I oktober i fjor hevet Kinas sentralbank (Peoples Bank of China) sin signalrente, samtidig som kinesiske banker fikk friere anledning til å prise inn risiko i sine utlån. Parallellen til Norge midt på 1980-tallet er åpenbar; i begge tilfeller er det snakk om en overgang fra en politisk bestemt rente til en markedsbestemt rente. En viktig hensikt er å sikre at de mest lønnsomme prosjektene får finansiering og blir realisert.

I juli stod valutapolitikken for tur. Kina revaluerte og gikk over fra fast valutakurs til styrt flyting ("managed float"). Oppskrivningen ble mindre enn de fleste hadde ventet. Når dollaren faller i pris fra 8,28 yuan til 8,11 yuan (eller remnimbi, RMB, som er en annen betegnelse på den kinesiske valutaen), er det kun snakk om en styrking av yuan på 2,1 prosent.

Igjen har vi en klar parallell til Norge. Høsten 1992 mistet mange store investorer tilliten til kronen – eller trodde bestemt at *andre* var i ferd med å gjøre det. For å forsvare den faste kursen, måtte Norges Bank sette renten opp. I tillegg foretok vår sentralbank betydelige

støttekjøp av kronen. Da Norges Bank ikke lenger fant det formålstjenlig verken å heve renten ytterligere eller bruke mer av valutaeservene, var resultatet gitt – den faste kursen måtte gå. Vi gikk over til styrt flyting. Dette valutapolitiske regimet hadde vi inntil mars 2001, da Norges Bank fikk i oppgave å stabilisere inflasjonen.

### **.....men beholder kontroll på kapitalbevegelsene**

I juli 1990 tok Norge vekk kontrollen med kapitalbevegelser. Dermed stod nordmenn fritt til å kjøpe og selge utenlandske verdipapirer, og utlendinger fritt til å kjøpe og selge norske ditto. Når et land først åpner opp for fri inn- og utstrømning av kapital, kan det bli vanskelig å holde valutakursen fast.

Kina har kontroll på kapitalbevegelsene. Denne kontrollen virker langt fra perfekt – estimater peker i retning av at Kina det siste året har mottatt tilsvarende 100 milliarder dollar i uønsket innstrømning av utenlandsk kapital. Men om reguleringer ikke hadde vært på plass, ville innstrømningen av utenlandsk valuta vært mye større.

Mens Norge for snart 13 år siden opplevde en *utstrømning* av kapital, er Kinas situasjon i dag den motsatte; utenlandske penger *strømmer inn* i landet. For å holde valutakursen fast, må Peoples Bank of China kjøpe opp utenlandske valuta eller eventuelt senke renten. Ingen av delene er ønskelig. Når i tillegg Kongressen i USA har truet med en toll på import fra Kina på 27,5 prosent, med mindre yuanen skrives opp, er det lett å forstå at man nå fant det opportunt å gjennomføre den omlegningen som allerede var besluttet. At omlegningen fant sted mens Kongressen er på ferie, var neppe tilfeldig. Kina vil nødvendig fremstå som et land som gir etter for politisk press utenfra.

### **Nærmere om Kinas valutakurv**

Kurven som Kina nå tar sikte på å stabilisere yuan mot, er ikke kjent. Den 10. august uttalte imidlertid den kinesiske sentralbanksjefen Zhou Xiaochun at dollar, euro, yen og won (Sør-Koreas valuta) var ”naturlige” å ha med. I tillegg, sa han, vil det være rom for valutaer for land som har en årlig handel med Kina på 10 milliarder dollar eller mer, og nevnte eksplisitt Singapore, Storbritannia, Malaysia, Russland Australia, Thailand og Canada.

Sentralbanksjefen gjorde det klart at man nå ville introdusere nye produkter i valutamarkedet med sikte på avdekking av valutarisiko. Det betyr at kommersielle aktører trolig snart kan sikre sin valutaeksponering mot yuan gjennom handler i et bedre fungerende terminmarked. Myndighetene legger opp til at forsikringsselskap og andre ”ikke-bank” finansielle foretak kan delta i det kinesiske interbank-markedet for utenlandsk valuta. Disse forhold peker i retning av at den store premien på ”non-deliverable” yuan mot dollar vil synke. Prisen ett år frem i tid har i en periode ligget rundt 7,80 yuan mot dollar. Med et friere terminmarked vil prisen her gjenspeile renteforskjellene mellom de to valutaene.

Til nå har sentralbanken intervenert kraftig i valutamarkedet. De 0,3 prosent man har sagt at dollarkursen kan svinge rundt, har ikke vært utnyttet i særlig grad. Etter hvert som man vinner større erfaring med det nye regimet, og tar kurven i bruk, legges forholdene til rette for at dollar blir billigere i kinesisk regning. Finansmannen George Soros ser for seg en ytterligere appresiering mot dollar på mellom 1 og 2 prosent i september.



Med stabilisering mot kurv blir det også mer tilforlatelig at handel med EU prises i euro.

### **Kina vil selv ha fordel av en friere valutakurs .....**

Den økonomiske veksten i Kina ligger nå rett i underkant av 10 prosent. Det er mye. Etter hvert som marked overtar for plan – statsforetak bygges ned relativt til privat virksomhet – blir det vanskelig å drive med styring på makroplan via direktiver fra Beijing. For bedre å kunne påvirke den samlede etterspørsel til 1,3 milliarder kinesere, må markedskonforme virkemidler tas i bruk. På det pengepolitiske området er det snakk om friere rente og en mer passende valutakurs.

En friere valutakurs gjør det mulig å drive en aktiv rentepolitikk. Om myndighetene ønsker å kjøle ned økonomien, kan de sette opp renten. Investeringsiveren vil dermed dempes. Videre vil en høyere rente trolig føre til en sterkere yuan. Med styrt flyt kan myndighetene – innen rammer – tillate dette. Andre lands bedrifter vil oppleve en bedring av sin konkurransekraft i forhold til kinesiske. Kinesisk etterspørsel vris mer i retning av utenlandske varer og tjenester. Det kan være på sin plass, gitt de rekordstore overskuddene Kina opplever i sin utenriksøkonomi.

### **... og globale ubalanser kan bli lettere å håndtere**

Dagens globale bilde er det ikke lett å bli klok på. Hvordan kan det ha seg at verdens rikeste land – USA – har en sparerate på 14 prosent, mens et så fattig land som Kina sparer hele 44 prosent av sitt bruttonasjonalprodukt? Fordi USA snart må gjøre noe – amerikanerne kan ikke fortsette å øke sin gjeld i den takt de nå gjør – blir det viktig at andre land øker sitt konsum når USA demper veksten i sitt.

Men hva skal til for at den jevne kineser tar på seg spanderbuksene og øker sitt forbruk? På et mer grunnleggende plan er det behov for optimisme og en sterkere tro på fremtiden – dvs. rimelig sikkerhet for at man beholder jobben, at utgifter til helse og alderdom blir dekket, samt at barna (eller barnet) får god utdannelse. Økt tillit til fremtiden vil trolig dempe sparebehovet og føre til et oppsving i kinesisk forbruk. En slik tillit kan man imidlertid ikke skape med økonomiske incentiver alene.

### **Det er en sammenheng her .....**

Verdien av Kinas valutaeserver er på godt over 700 milliarder dollar. Anslag tyder på at mellom to tredjedeler og tre fjerdedeler holdes i dollarpapirer. Når Kina nå vil stabilisere sin valuta mot en kurv av valutaer snarere enn mot dollar alene, må man forvente at valutaeservene i større grad vil gjenspeile denne kurven. Det trenger ikke å bety at Peoples Bank of China vil selge ut amerikanske statsobligasjoner i bytte for europeiske og japanske. Men det vil trolig innebære at *økningen* i kinesiske valutaeserver i stor grad vil skje i andre lands verdipapirer. Når etterspørselen etter amerikanske verdipapirer således faller, vil renten bli presset opp. Høyere rente gir lavere forbruk. USA kommer inn på den smale sti – dvs. det blir en bedre balanse mellom amerikansk verdiskapning og amerikansk forbruk.

Vi må her skyte inn at Alan Greenspan, sjefen for USAs sentralbank, lenge har stusset over at stadig høyere korte renter ikke har gitt noen økning i de lange rentene. En viktig grunn er iveren andre lands sentralbanker har etter å kjøpe lange amerikanske statspapirer. Når nå Kinas sentralbank mister noe av lysten på dette, og kanskje får med seg andre land i Asia, må USA sette opp sine lange renter om de skal få solgt sine statspapirer og således finansiere det statlige budsjettunderskuddet.

Økte finansieringsproblemer for den amerikanske stat kan føre til et fall i dollarkursen. Svakere dollar og høyere rente vil virke dempende på innenlandsk forbruk, samtidig som etterspørselen etter amerikanske varer og tjenester i resten av verden tar seg opp. Om sparingen i USA stiger og eksporten øker, vil det være sunne bidrag for å rette opp globale ubalanser.

### **.... men de strukturelle utfordringene har vi neppe god nok forståelse av**

Kinas erfaringer i våre dager har klare paralleller til norske et par tiår tilbake. Det kan gi oss nordmenn bedre innsikt og forståelse i kinesiske økonomi. Men parallellen til Norge holder bare et stykke på vei.

I arbeider av professor Richard Freeman ved Harvard University pekes det på at med Kina på full fart inn i verdensøkonomien, blir det en voldsom økning i tilbudet av arbeidskraft globalt. Det gir et press nedover på lønningene, hvilket lar seg avlese gjennom rekordstore overskudd og stadig høyere børskurser. Lave lønninger bidrar også til å holde inflasjonen i sjakk. Når pengepolitikken sikter mot en høyere inflasjon, må renten settes ned og ny likviditet tilføres. Om denne likviditeten i hovedsak finner veien til aksjer og fast eiendom, stiger prisene her. Pengepolitikken kan da gi opphav til finansielle bobler, som når de sprekker, vil kunne ha lite lystelige konsekvenser.

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

September 2005

### GREENSPAN GÅR FRA BORDE

---

**I januar går Alan Greenspan av som sentralbanksjef i USA. En drøy måned senere fyller han 80 år. *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, het et nylig symposium. Hemmeligheten til den avgående Fed-sjefen er hans manglende villighet til å underkaste seg rigide økonomiske doktriner. Han berømmes for sin villighet til å holde renten lav i en periode der produktivitetsveksten tok seg kraftig opp. Greenspan har avstått fra å prøve å stikke hull på bobler i finans- og eiendomsmarkedet. Nå frykter han imidlertid at risikopremiene er for lave og prisene for høye. Alan Greenspan kan med rimelighet påberope seg å være; ”the greatest central banker who ever lived.”**

---

Den 6. mars 1987 ble Alan Greenspan 61 år gammel. I august samme år ble han sjef for Amerikas sentralbank. Ikke Bank of America, som er en stor forretningsbank, men for Federal Reserve System, forkortet til Fed, som er motsatsen til Norges Bank. Fed, som ble etablert i 1913 – Norges Bank så dagens lys i 1816 – består av et hovedkontor i Washington D.C. og tolv distriktsbanker hvorav Fed i New York er den viktigste.

#### Sentralbanksjef i USA er ingen søndagsskole

Den nye sentralbanksjefen fikk en tøff start. Et par måneder etter tiltredelsen kom aksjekrakket på Wall Street. Om lag 20 prosent av verdiene forsvant. Og Greenspan måtte trå til, både med likviditetslån til hardt pressede finansinstitusjoner, og med senkede renter for å motvirke den pessimismen som brått spredte seg i økonomien. Av nye kriser og uforutsette hendelser som i de følgende årene satte USAs sentralbank på tøffe prøver, la meg bare minne om noen få:

I 1995 er Mexico på konkursens rand, og USA gir lånetilsagn på 20 milliarder dollar til tross for at 80 prosent av amerikanerne er imot det<sup>2</sup>; Asiakrisen som starter i Thailand 2. juli 1997 og som drar med seg bl.a. Sør-Korea, Malaysia og Indonesia; sammenbruddet av hedge-fondet Long-Term Capital Management (LTCM) i august 1998 og betalingsnektelse fra Russland på samme tid, som – av hensyn til stabiliteten av det internasjonale finansielle system –, blir møtt med rentenedsettelse av Fed;

---

<sup>2</sup> I sin bok *Mitt Liv* skriver Bill Clinton at Mexico lånte bare 10,5 av de 20 milliardene og videre at ”de betalte totalt 1,4 milliarder dollar i renter, nesten 600 millioner mer enn disse pengene ville gitt i avkastning dersom de hadde vært plassert i amerikanske statsobligasjoner” (side 629). Kan du tenke deg en norsk statsminister fremføre et tilsvarende resonnement?

terrorangrepet 11. september 2001 som bidrar til at Feds signalrente kommer ned på rekordlave 1 prosent; krisen i Argentina som i 2002 må gi opp kursen 1:1 for peso mot dollar; og dagens bilde preget av finansielle ubalanser både internt i USA – kfr. lav sparing og et inflatert boligmarked – og eksternt, kfr. store og voksende underskudd på driftsbalansen med utlandet.

Ved utgangen av januar neste år går Greenspan fra borde – og en god måned senere fyller han 80 år. Ved den årlige Fed-konferansen i Jackson Hole i Wyoming i år var temaet *The Greenspan Era: Lessons for the Future*.<sup>3</sup> Forskere og medarbeidere som står ham nær, gav her et interessant bilde av denne eneren innen "the noble art of monetary policy". I dette månedsbrevet henter jeg ut noen artige poeng fra notatet lagt frem av professorene Alan S. Blinder og Ricardo Reis ved Princeton University. Blinder er tidligere nestsjef i Fed. Tidlig i sitt notat sier de to at Alan Greenspan med rimelighet kan påberope seg å være; "the greatest central banker who ever lived." Dette minner litt om reklamen til Carlsberg bryggeri; "probably the best beer in the world".

Pengepolitikk i seg selv kan ikke gi vekst og velstand. Det må realøkonomien, dvs. næringslivet, sørge for. Men en vellykket pengepolitikk kan sikre lav prisstigning og bidra til å dempe konjunktursvingningene. At USA, til tross for kriser og vanskeligheter som dem nevnt over, kun har opplevd to mindre økonomiske tilbakeslag i de 18 årene Alan Greenspan har hatt grepet om de pengepolitiske tøyene, er et bevis på hans evne til å håndtere uforutsette situasjoner på en subtil og kreativ måte, mener Blinder og Reis. Videre avdekker denne utviklingen at sjefen for Fed har vært mer due enn hauk; ved tiltakende arbeidsløshet har han ikke vært redd for å sette renten ned. Det har sammenheng med det todelte mandatet Fed har; både sikre stabile priser og maksimal sysselsetting. De foregående 18 årene (1969-1987) kan notere fire resesjoner, hvorav to temmelig kraftige.

## **En lærevillig og ydmyk sentralbanksjef**

Hemmeligheten til Greenspans suksess finner Blinder og Reis i hans manglende villighet til å underkaste seg rigide økonomiske doktriner. Greenspan godtar ikke at økonomien kan beskrives på tilfredsstillende vis av økonomiske modeller med faste koeffisienter. Økonomien er i kontinuerlig endring, og sentralbanker må være i kontinuerlig læring. Nettopp på grunn av disse forholdene vil ikke Greenspan at Fed skal ha et fast måltall for prisstigningen (slik Norge har). Det kan gi en falsk følelse av presisjon.

Å være lærevillig betyr at man vet at man ikke vet. Det gir ydmykhet. I Washington Post 31. august er det nettopp en artikkel om dette. "Jeg skulle ønske at flere av de skråsikre politikerne og analytikerne hadde hans ydmykhet", skriver skribenten. Og legger til at Greenspan er smart nok til å vite at han ikke kjenner alle svarene. Eller som Greenspan selv sier, i sitt avslutningsinnlegg i Jackson Hole: "Surely difficult challenges lie ahead for the Fed, some undoubtedly of our own making."

Viktigere enn en optimal – eller best mulig – pengepolitikk, er en politikk som er robust. Selv om sannsynligheten skulle være temmelig liten for et meget uheldig utfall, kan Greenspan likevel finne det passende å handle. I sitt eget hovedbidrag på Jackson Hole konferansen trekker han frem rentenedsettelse sommeren 2003. Med lav og synkende inflasjon var

---

<sup>3</sup> Her er link til Jackson Hole konferansene: <http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/SYMMAIN.HTM>

Greenspan engstelig for at det hele skulle vippe over i deflasjon. Med negativ prisstigning vil realrenten kunne bli for høy. Selv om sjansen for deflasjon ble vurdert som liten, ville konsekvensene etter Greenspans mening av en vedvarende deflasjon kunne være meget uheldige, kfr. de japanske erfaringene. Basert på disse vurderingene satte han rentene ned. Økende import av billig varer fra Kina og god produktivitetsvekst i egen økonomi svekket frykten for en etterfølgende kraftig økning i inflasjonen.<sup>4</sup>

## Greenspan på sitt aller beste

I 1995 skjedde det noe rart i amerikansk økonomi. Produktivitetsveksten tok seg kraftig opp.<sup>5</sup> Men uheldigvis skulle det gå mange år før statistikken viste det – tallene man fikk i real-tid, dvs. der og da, var kort og godt feil. Men Greenspan lot seg ikke lure. Han konstaterte følgende:

- Prisstigningen holder seg lav
- Fortjenesten i næringslivet er stigende
- Aksjekursene går opp

Disse tre forholdene lot seg forklare med en raskere vekst i produktiviteten. At de offisielle tallene ikke bekreftet Greenspans tolkning av det store bildet, lot han seg ikke affisere av. I stedet stilte han det relevante spørsmålet om hva som er passende pengepolitikk når veksten i produktivitet tar seg opp.

Vel, sa Alan til seg selv, når aktørene i markedet ikke er klar over hva som skjer, blir resultatet at lønnsøkningene ikke til fulle gjenspeiler den økte produktiviteten. Arbeidskraften vil fortone seg som relativt billig og bedriftene vil etterspørre mer av den. For at den produksjonsøkningen som derved blir mulig, skal finne avsetning i markedet, må samlet etterspørsel i økonomien stimuleres. Gitt at priser på de fleste varer og tjenester fremkommer som et påslag på de samlede kostnadene, hvorav utgifter til arbeidskraften er den viktigste, vil den høye veksten i produktivitet bidra til å holde prisstigningen nede. At lave renter, i en slik situasjon, skulle føre til høy inflasjon, var det således liten grunn til å frykte.

Greenspans medarbeidere i FOMC (Federal OpenMarket Committee) som er komiteen som bestemmer styringsrenten i USA, tvilte. Likevel fulgte de sin formann. Og det med slik suksess at arbeidsløsheten, som økonomer hadde anslått ikke burde gå under 6,0 prosent av fare for å sette i gang en inflasjonsspiral, kom ned på historisk lave 3,8 prosent. Det gav en enorm – om enn midlertidig – gevinst for det amerikanske samfunn, både i form av økt produksjon og redusert arbeidsløshet. Midlertidig, for når aktørene etter hvert tok inn over seg den realøkonomiske utviklingen og lot lønnskravene gjenspeile veksten i arbeidskraftens produktivitet, tok lønns- og prisveksten seg opp. Og da måtte den lave renten også opp.

---

<sup>4</sup> Omtrent på samme tid dro vår egen sentralbanksjef Svein Gjedrem til med en lignende politikk. Fra senhøstes 2002 og frem til juni 2003 hadde norsk kjerneinflasjon stadig blitt lavere samtidig som kronen holdt seg rekordsterk på rundt 7,30 – 7,90 mot euro. I en tale 3. juni 2003 sa Gjedrem at rentenedsettelsene som hadde startet i desember året før, i fortsettelsen ville kunne bli tatt i ”større skritt”. Kronen falt umiddelbart. Og Gjedrem leverte – både i juni og august ble signalrenten fra Norges Bank satt ned med et helt prosentpoeng.

<sup>5</sup> Selv i ettertid har vi ingen god forståelse av hvorfor produksjon pr. timeverk i USA bare økte med i gjennomsnitt 1,4 prosent per år for perioden 1973-1995. Hvorfor den årlige produktivitetsveksten for perioden 1995-2001 mer enn doblet seg til hele 3,1 prosent, er heller ikke lett å finne en fullgod forklaring på.

En av Greenspans forgjengere, William McChesney Martin jr. som var sjef for Fed fra april 1951 til ut januar 1970, dvs. noen måneder lenger enn hva Greenspan vil være, er kjent for sitt utsagn om at sentralbankens oppgave er "to take away the punch bowl once the party gets going." Greenspan derimot, sier Blinder og Reis, nektet å ta vekk "the punch bowl even though the party was going pretty good." Og legger til at få sentralbanksjefer ville ha nerver til å se arbeidsløsheten falle så lavt uten å heve renten. De gir de ham "enormous credit for doing so".

## **Par riper i lakken**

Blinder og Reis synes Greenspan tidvis har blandet seg inn i ting han ikke har noe med. Som sjef for sentralbanken er det rimelig at han har synspunkter på statens opplåning. Om den tar helt overhånd, kan sentralbanken bli presset til å kjøpe nye statsobligasjoner. Resultat blir økt likviditet og tiltakende inflasjon. Feds oppgave å holde inflasjonen i sjakk blir dermed vanskeliggjort. Omfanget av statlig låneopptak er således legitimt for en sentralbanksjef å være opptatt av. Men synspunkter mer generelt på finanspolitikken bør en sentralbanksjef stort sett holde for seg selv. Om han blander seg bort i hva Kongressen gjør, kan Kongressen blande seg inn i hva sentralbanken gjør. Sentralbankens uavhengighet kan dermed bli truet. Blinder og Reis mener at Greenspan gikk klart over streken i å anbefale de skattelettelsene som Bush i sin tid gikk inn for. Og som vi nå i ettertid vel må si har vært i drøyeste laget.

Et annet problem er at en så markant og dyktig sentralbanksjef, ikke er lett å etterfølge. Beslutningene har vært Greenspans mer enn FOMCs. Erfaring tilsier, sier Blinder og Reis, at komiteer er bedre beslutningstakere i pengepolitikk enn enkeltindivider. På den annen side – da Paul Volcker, den forrige Fed-sjefen, gav stafettpinnen til Alan Greenspan i 1987 var situasjonen noe av den samme – hvem kunne makte å ta arven opp etter han som en gang for alle hadde tatt rotta på inflasjonsspøkelset i USA?

## **Utfordringene fremover**

Greenspan er ikke tilhenger av å prøve å stikke hull på bobler i finans- eller eiendomsmarkeder. Om han så hadde gjort, ville han stukket hull på en boble som ikke var noen boble. I 1995 mente Greenspan at aksjemarkedet var overopphetet. Siden den gang har Dow Jones indeksen doblet seg. Bedre, mener sjefen i Fed, å prøve å tørke opp så godt det går etter at bobler har sprukket.

Likevel, i sitt innlegg i Jackson Hole peker Greenspan at utviklingen i finans- og eiendomsmarkedet vil måtte tillegges mer vekt. Innenlands i USA har husholdningene i mange år lånt opp på verdistigning på egen bolig. Når de lange rentene stiger, vil boligprisene flate ut eller kanskje synke. Det vil slå negativt ut for det private konsumet.

Med større brutto finansstrømmer over landegrensene er potensialet for destabiliserende atferd i valutamarkedene blitt større. Særlig bekymret er Greenspan over at man i jakten på avkastning i et lavrenteregime blir villig til å tolerere for stor risiko, eller ta for dårlig betalt for risiko. Når risikopremier igjen går opp, betyr det at priser på finansaktiva går tilsvarende ned. Historien, sier Greenspan "has not dealt kindly with the aftermath of protracted periods of low risk premiums."

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Oktober 2005

### FINANSIELLE UBALANSER

---

**USA har store og voksende underskudd i sin handel med resten av verden. Mange land har sett seg tjent med denne utviklingen; gjennom stor eksport til Amerika har de vært i stand til både å holde egen produksjon godt oppe og til å bedre sin finansielle stilling ved oppbygning av store valutareserver. Når f. eks. Peoples Bank of China (PBC), den kinesiske sentralbanken, låner bort penger til USA, ved kjøp av amerikanske statsobligasjoner, er det i stor grad sparemidler til kinesiske husholdninger som sendes over Stillehavet.**

**For hver hundre dollar USA bruker, må landet låne seks. Det betyr en meget kjapp akkumuleringen av gjeld til andre land. Hvor lenge vil resten av verden finne det formålstjenelig å sende sine sparemidler til USA? Et fall i dollarkursen på 15 prosent vil, i bergninger gjort av IMF, bidra til at USAs nettogjeld til utlandet over tid vil stabilisere seg på rundt 70 prosent av BNP.**

---

I 1965 konstaterte Jacques Rueff at dersom han hver gang han hentet en ny dress hos sin skredder, umiddelbart fikk låne pengene tilbake, ville han (Monsieur Rueff) hatt adskillig flere dresser hengende i skapet. På den tiden var Jacques Rueff president Charles De Gaulles nærmeste rådgiver i økonomi. Poenget med historien var dette: Om USA har underskudd i sin handel med utlandet, er det ikke rart at disse underskuddene varer ved, når andre land bruker sitt handelsoverskudd til å kjøpe amerikanske aksjer og obligasjoner – dvs. sender pengene tilbake til Amerika.

I en artikkel i tidsskriftet The Economist året etter fikk Jacques Rueff svar på tiltale. Tre velrennomerte økonomer snudde elegant på flisa. Om skredderen til Monsieur Rueff har sterkt ønske om å sy så mange dresser som mulig og samtidig gjerne vil bli mer formuende, er det naturlig at han gjør som han gjør. I vår sammenheng: Om resten av verden (utenom USA) har sterkt ønske om å øke sine valutareserver i dollar, må USA som motytelse ganske enkelt akseptere vedvarende underskudd på sin handelsbalanse.

#### **Kinesiske husholdninger låner til amerikanske myndigheter**

Situasjonen i dag har likhetstrekk med den for førti år siden. USA har store og voksende underskudd i sin handel med resten av verden. Mange land har sett seg tjent med denne utviklingen; gjennom stor eksport til Amerika har de vært i stand til både å holde egen

produksjon godt oppe og til å bedre sin finansielle stilling ved oppbygning av store valutareserver. I perioden 1996—2000 fikk USA betydelig tilsig av penger fra resten av verden gjennom privates kjøp av amerikanske aksjer. I de senere år har sentralbanker i andre land stått for store lån til Amerika ved kjøp av amerikanske statspapirer.

Kina har underskudd på statsbudsjettet, slik USA og Japan har, og slik også de fleste land i Europa har. Når f. eks. Peoples Bank of China (PBC), den kinesiske sentralbanken, låner bort penger til USA, ved kjøp av amerikanske statsobligasjoner, hvor er det pengene egentlig kommer fra? De kinesiske myndighetene har ikke egne oppsparte midler å kjøpe amerikanske statsobligasjoner for – de må bruke lånte midler.

Runddansen er slik:

- Først kjøper PBC overskuddsdollarene som privat sektor har skaffet seg ved at eksporten er større enn importen, dvs. sentralbanken intervensjoner i valutamarkedet. Ved å selge yuan – likviditeten øker – og å kjøpe dollar, holdes yuankursen nede. Konkurransesevnen for kinesiske bedrifter holdes oppe.
- Dollarene som PBC dermed anskaffer seg, brukes til kjøp av amerikanske statsobligasjoner.
- Nye statsobligasjoner i yuan legges ut for salg, dvs. myndighetene låner fra privat sektor. Likviditeten som ble tilført ved kjøp av dollarene, blir dermed trukket inn igjen. I fagterminologien sier vi at sentralbanken steriliserer virkningen på innenlandsk likviditet av intervensjonen i valutamarkedet.

Hva er sluttresultatet? Jo, at den kinesiske sentralbanken opptrer som mellomledd mellom opprinnelig långiver (privat sektor i Kina) og endelig låntaker (offentlig sektor i USA).

### **Alle hjerter gleder seg .....**

I sin oppgave som mellommann ender PBC opp med å ta en valutakursrisiko; den låner opp i yuan og låner ut i dollar. Så lenge renten på kinesiske statspapirer er lavere enn på amerikanske, har PBC gleden av en positiv rentedifferanse. Men om bildet snur, vil sentralbanken tape på renteposisjonen. Om i tillegg yuan skulle styrke seg mot dollar, blir det i tillegg et valutakurstap for PBC. Sentralbanker – nesten like lite som andre – liker dårlig å bli sittende med store, udekkete valutaposisjoner. "Nesten like lite", fordi sentralbanker har et bredere siktemål for sin virksomhet enn størst mulig avkastning – nemlig å drive en penge- og valutapolitikk der forholdene legges best mulig til rette for en sunn og vekstkraftig økonomi.

Hvem tjener og hvem taper på disse transaksjonene? Siden alle transaksjonene er frivillige, må det vel være snakk om en vinn-vinn situasjon?

Ved at andre lands sentralbanker kjøper mengdevis av amerikanske statspapirer, kan renten holdes lav. Til tross for at styringsrenten i USA har gått fra 1 prosent til 3,5 prosent i løpet av de siste 16 månedene, har tiårs-renten holdt seg i ro rundt 4,5 prosent. Lave lange renter har bidratt til stigende boligpriser. På de siste ti årene har boligprisene i USA – som i Norge – doblet seg. Et kanskje vel oppfinnsomt kapitalmarked har gjort det mulig for amerikanske husholdninger å låne på verdistigningen på sine boliger. Det har gitt gode muligheter for høyt og voksende konsum.



Kina og andre fremvoksende økonomier som låner bort oppsparte midler, har, som skredderen til Jacques Rueff, opplevd voksende produksjon og stigende rikdom. Fra å ha underskudd på driftsbalansen på nærmere 90 milliarder dollar i 1996 hadde de fremvoksende økonomiene, sett under ett, et overskudd i 2003 på over 200 milliarder dollar, dvs. en forbedring på nærmere 300 milliarder dollar.<sup>6</sup> I samme periode forverret USAs underskudd på driftsbalansen seg med vel 400 milliarder dollar, til 530 milliarder dollar.

Dette er to sider av samme mynt. USAs villighet til store og løpende underskudd er et nødvendig motstykke til – eller forutsetning for – andre lands akkumulering av netto fordringer i fremmed valuta.

Hvorfor har land som Taiwan, Korea og Thailand vært så ivrige på å øke sine valutareserver? En viktig årsak er de negative erfaringene fra Asiakrisen som startet sommeren 1997. Mange asiatiske valutaer måtte da slippe sitt faste tak i dollaren, for så å falle som steiner. Banker som hadde korte innlån i dollar og lange utlån i egen valuta, gikk nedenom. Myndighetene kunne ikke gripe reddende inn – til det var valutareservene altfor små. En valutakrise ble til en bankkrise som i sin tur førte til en allmenn og omfattende økonomisk krise.

Med betydelig større reserver av amerikanske verdipapirer står man bedre rustet om noe tilsvarende skulle skje igjen.

### **..... men utviklingen kan ikke fortsette i samme tempo**

Når amerikanerne, for hver hundre dollar de bruker, må låne seks, betyr det en meget kjapp akkumulering av gjeld til andre land. Hvor lenge vil resten av verden finne det formålstjenelig å sende sine sparemidler til USA? Dette er et spørsmål Det internasjonale pengefondet rimeligvis er opptatt av. I sin ferske World Economic Outlook fra forrige måned finnes det to alternative beregninger for hvordan tilpasningen kan tenkes å bli på lang sikt.

I den første beregningen skjer tingene på kontrollert og rolig vis. Over tid synker dollaren med 15 prosent mot andre valutaer; rentene stiger; husholdningene øker sin sparing, og bedriftene demper sine investeringer. Underskuddene på driftsbalansen krymper fra 6 til 3,5 prosent av BNP, og netto utenlandsgjeld stabiliserer seg på om lag 70 prosent av BNP (opp fra dagens nivå på rundt 25 prosent). Den realøkonomiske veksten går noe ned.

Hovedtyngden av tilpasningen på den andre siden – dvs. blant de landene som må dempe sine handelsoverskudd når USA reduserer sine underskudd – skjer i de fremvoksende økonomiene i Asia: Veksten dabber noe av og valutaene styrker seg merkbart mot dollaren. For vår del av verden blir det også en viss appresiering av euroen – hva som skjer med kronekursen er ikke nærmere spesifisert.

I et mindre hyggelig scenario – ”disorderly adjustment” som det heter – mister resten av verden sin appetitt på ytterligere akkumulering av amerikanske verdipapirer. Dette har sammenheng med – og blir styrket av – en raskt fallende dollarkurs. Svakere dollar gir dyrere import og tiltakende inflasjon i USA. Fed må sette styringsrenten kraftig opp. I første omgang

---

<sup>6</sup> Disse tallene er hentet fra et foredrag av Ben Bernanke i april i år. Han er nå sjef for presidentens økonomiske råd, men kan bli sjef i Fed til neste år, når Alan Greenspan går av. Link til foredraget: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>

faller produksjonen i USA. Etter et par års tid gjør den markerte svekkelsen av dollar sitt til at aktivitetsnivået tar seg opp igjen.

## **Hva Amerika bør – og ikke bør – gjøre**

Hvilke tiltak kan myndighetene sette i verk for å lette situasjonen? Utfordringen for USA er å få land og folk til å spare mer. Forestillingen om at en dollar spart på myndighetenes hånd gir en dollar mindre i underskudd på driftsbalansen med utlandet, er imidlertid for enkel. Bergninger tyder på at effekten bare er 20 cent. Det skyldes at når myndighetene reduserer sine utgifter, går renten ned. Da vil privat sektor bruke mer og spare mindre.

USA låner i egen valuta. Egentlig er det litt skummelt, sett med långivers øyne. Om USA virkelig vil bli kvitt mye av den realøkonomiske byrden som ligger i å måtte betjene denne gjelden, kan de jo kjøpe den tilbake med nytrykte sedler. I så fall vil pengemengden stige kraftig og inflasjonen skyte bratt i været. Eierne av amerikanske verdipapirer vil sitte igjen med lange nesar.

USA har gått særlig hardt ut mot Kina.<sup>7</sup> Kinesisk eksport til USA er seks ganger så stor som vareflommen motsatt vei. To senatorer har fremmet forslag om at dersom ikke Kina revaluerer sin valuta kraftig, skal USA pålegge all import fra Kina en toll på 27,5 prosent. Om så skulle skje og importen fra Kina dermed ble merkbart redusert, ville andre land overta som leverandører der kineserne faller ut. USAs handelsbalanse ville ikke bli merkbart styrket.

Imidlertid skaper sabelrasling fra USA i form av trusler om toll usikkerhet i Kina. Det kan gi incentiv til økt sparing. Etterspørselen i Kina synker. Importen går ned. Og amerikanske bedrifters markedsmuligheter i Midtens Rike svekkes.

Trusler om toll kan således komme til å virke mot sin hensikt. Skredderen til Monsieur Rueff blir enda mer knipen med å bruke av sine oppsparte midler.

---

<sup>7</sup> For en meget god diskusjon her, se “Currency Manipulation and Enforcing the Rules of the International Monetary System” av Morris Goldstein, Institute for International Economics, September 2005.

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

November 2005

### CHINA CONSTRUCTION BANK GÅR PÅ BØRS

---

**Når kinesiske banker nå har friere anledning til å prise inn risiko i renten, blir det trolig lettere for private bedrifter å få lån. Et levende obligasjonsmarked vil bidra til å bedre investeringsbeslutninger på provinsnivå. Korrupsjonen trenger ikke være økende selv om mer avdekkes. I juni kjøpte Bank of America og Temasek seg inn i China Construction Bank (CCB) for til sammen 4,7 milliarder dollar. Fire måneder senere gikk CCB på børs i Hong Kong. Da var prisingen atskillig høyere.**

---

For vel 25 år siden startet Kina på Den lange marsjen mot en moderne og velfungerende markedsøkonomi. Sentralkomiteens møter i desember 1978 markerer et vendepunkt. Økonomisk vekst får prioritet. Den enkelte leder vil nå bli vurdert ut fra hvor godt han lyktes med å innfri de økonomiske målene – ikke ut fra om han sier de rette tingene eller har de rette meningene. ”Det spiller ingen rolle om katten er hvit eller sort, bare den fanger mus”, som Deng Xiaoping så pragmatisk uttrykte det. Resultatene uteble ikke. Siden 1979 har kinesisk økonomi vokst med i gjennomsnitt ni prosent hvert år.

#### **WTO-medlemskap og Kina må åpne for utenlandske banker**

Ved medlemskap i WTO i desember 2001 sikret partisejef Jiang Zemin og statsminister Zhu Rongji at Kina holder stø kurs etter at de selv var gått fra borde. Arbeidet for å bli en økonomisk stormakt, basert på frie markeder og konkurranse, ble Kina sterkere forpliktet til gjennom WTO-avtalen. Blant forpliktelsene Kina har påtatt seg som medlem av WTO, er at utenlandske banker skal ha fri etableringsrett ved utgangen av 2006.

Utenlandsk eierskap er begrenset til 25 prosent. Én eier kan sitte med inntil 20 prosent av aksjene. Her er noen interessante strategiske investeringene av utenlandske banker i Kina:

- Desember 2001, HSBC kjøper 8 prosent av aksjene i Bank of Shanghai for 62,6 millioner dollar.
- Desember 2002, Citibank kjøper 5 prosent av aksjene i Shanghai Pudong Development Bank – Kinas niende største bank – for 72 millioner dollar.
- August 2004, HSBC kjøper 19,9 prosent av aksjene i Bank of Communication – Kinas femte største bank – for 1747 millioner dollar.

- Oktober 2004, Temasek – det statlige investeringsselskapet i Singapore – kjøper 4,55 prosent av aksjene Minsheng som er den eneste helt private banken i Kina, for 106 millioner dollar.
- Sommeren 2005 går Bank of America inn med 3 milliarder dollar for 9 prosent av aksjene i China Construction Bank (CCB) – Kinas tredje største bank. Temasek blir opp 1,7 milliarder dollar for 5,1 prosent.
- I august 2005 er Temasek på farten igjen – 3,1 milliarder dollar betales for 10 prosent av aksjene i Bank of China (BOC) – Kinas nest største bank. Royal Bank of Scotland, med medinvestorer, går like tungt inn.

En forutsetning for de to siste postene i listen over var at CCB og BOC først måtte omdannes til aksjeselskaper. Det skjedde på sensommeren 2004, etter at Kinas sentralbank i januar hadde tatt 45 milliarder dollar i valutareserver og lagt inn som egenkapital i de to statsbankene. Like mye til hver, og samtidig omdannet dem til aksjeselskaper. Som eier av disse aksjepostene ble Central Huijin Investment Ltd. etablert. Dette selskapet ligner på vårt eget statlige bankinvesteringsfond.<sup>8</sup>

I august 2003 skilles tilsynsvirksomheten ut fra sentralbanken. Kina får sitt eget Banktilsyn; China Banking Regulatory Commission (CBRC). Dets leder, Liu Mingkang, tidligere toppsjef i Kinas nest største bank (Bank of China), har samarbeidet meget godt med Kinas sentralbank, bl.a. for å få de fire store statsbankene på beina før utenlandske banker får fri etableringsrett i Kina. Banktilsynet som har 20.000 ansatte, har også arbeidet målbevisst for å omdanne kooperative kredittforeninger til banker.

## **Bankene sliter med store problemer.....**

I kjølvannet av Asia-krisen som startet sommeren 1997, ble de kinesiske myndighetene for alvor klar over hvor ille det stod til med bank- og finansvesenet. Statseide bedrifter, som hadde lån i statseide banker, betjente ikke lånene på tilfredstillende vis. Ved konsolidering kom store, røde tall frem. Det betyr at det statsdrevne næringslivet sett under ett hadde en samlet gjeld som langt oversteg verdien av de samlede aktiva.

Men hvem var motparten til denne gjelden – hvem satt på fordringene? Jo, det gjorde den jevne kineser som i årevis hadde spart ved å sette penger i banken.

De kinesiske myndighetene er garantist for at penger i banken ikke forsvinner. Når krisen rammer, trår myndighetene til med ny kapital. Kineserne kan være trygge på at de får sine bankinnskudd tilbake. Men urolige for at skattenivået blir høyere enn det ellers ville vært fordi myndighetene trenger friske penger å dytte inn i syke banker.

Kineserne sparer mye. Når andre plasseringsformer, som aksjer og obligasjoner, ikke er særlig utbredt, ender midlene opp som innskudd i bank. Pengemengden, som i all hovedsak er innskudd i bank, tilsvarer mer enn to ganger den årlig verdiskapningen i Kina. I Norge er M2-penger om lag to tredjeparter av BNP.

---

<sup>8</sup> Huijin utøver det statlige eierskapet overfor bankene. For statlige industribedrifter, etter hvert som de omgjøres til aksjeselskaper, utøver State-owned Asset Supervision and Administration Commission (SASAC) eierrollen. I Norge har vi Statens bankinvesteringsfond som en parallell til Huijin. Men en parallell til SASAC har vi ikke. Til tross for at staten eier om lag 40 prosent av aksjene på Oslo Børs.

## **... og det gjør kapitalmarkedene også**

Aksjebørser opprettet i Shanghai og Shenzhen i 1990 har ikke fungert etter hensikten. De siste fire årene har kursene på disse to børsene i gjennomsnitt falt til det halve. Av de vel 1300 selskapene som er listet, er mindre enn ti prosent private. Hovedtyngden utgjøres av statseide foretak, gjort om til aksjeselskap der noen av aksjene er solgt ut – Hydro-modellen – om du vil. Staten sitter på om lag to tredjedeler av de børsnoterte aksjene. Den ønsker å bygge seg ned, men det er uklart på hvilken måte dette skal skje. I mellomtiden blir aksjemarkedet liggende i dvale; hvem vil kjøpe aksjer i et selskap når staten, som eier aksjer til en markedsverdi på rundt 240 milliarder dollar på de to børsene, om ikke lenge kanskje legger ut bølgevis av aksjer for salg?

China Securities Regulatory Commission (CSRC) – motstykket til vårt Kredittilsyn – er en pådriver for å få fart på aksjemarkedet. Institusjonen arbeider for etablering av børs for mindre selskaper. Dessuten driver den med opplæring av folk i børsnoterte selskaper der temaene bl.a. er opplysningsplikten man har overfor markedet, og beskyttelse av minoritetsinteressene.

Obligasjonsmarkedet er preget av en flat og stillestående rentekurve. Ikke mye aktivitet der i gården. Men dette er også under endring. På litt sikt er det ønskelig om provinsregjeringer i større grad må gå til obligasjonsmarkedet for der å hente finansiering – og ikke som nå, bare låne i stats- eller provins-eide banker. En viktig forutsetning her er at rating-byråer etableres, som kan gi en nøktern analyse av finansene i provinsen. Vi minner om at av Kinas 22 provinser har syv flere innbyggere enn Frankrike.

Med et levende aksje- og obligasjonsmarked blir små og mellomstore private bedrifter mindre avhengige av å skulle hente kapital fra de store statsbankene som tradisjonelt har latt hovedtyngden av sine utlån gå til statseide foretak. Videre vil et pulserende kapitalmarked være til stor nytte for pensjonsfond og forsikringsselskaper som ønsker et bredere spekter av instrumenter å plassere sine midler i.

## **Sterk vekst i forbrukslån**

Fravær av et skikkelig system for pantesikkerhet er med på å favorisere statseide bedrifter i lånemarkedet. Fra oktober 2004 har imidlertid bankene fått friere anledning til å prise risiko inn i renten. IMF har lagt vekt på at med høyere rente til private foretak, vil statsbankene, når de i større grad legger vekt på fortjenesten, naturlig vri utlån over til denne sektoren. I samme retning trekker etablering av registreringssystem for fast eiendom. Det gjør bruk av pantesikkerhet enklere.

Kinesiske banker har behov for å utvikle nye produkter. Ved utgangen av første halvår 2005 utgjorde lån til husholdningene vel 11 prosent av samlede bankutlån, opp fra snau to prosent ved inngangen til dette århundre. Pantelån er den største posten, men lån til bil og utdanning øker kjappere. Potensialet for vekst i forbrukslån er stort. Om bankene skal kunne ha den nødvendige kapitaldekning for slik vekst, er det viktig at rentemarginene går opp. Slik det nå ligger an, vil kinesiske banker trenge ny egenkapital fra sine eiere – staten eller markedet – om veksten i utlån fortsetter, og Basel II kravene til egenkapital skal tilfredsstilles.

## **CCB preges av utbredt korrupsjon.....**

I mars 2005 gikk sjefen for Kinas tredje største bank av etter avsløring om bestikkelser. I 2003 ble hans forgjenger i sjefstolen i China Construction Bank (CCB) dømt til 12 års fengsel for korrupsjon. Siden september 2004 er mer enn 50 medarbeidere tiltalt for å ha stjålet 85 millioner dollar fra banken. Videre har 40.000 ansatte – av vel 300.000 – blitt strammet opp for misbruk av midler og for å gi lån de ikke har myndighet til.

Timingene kunne ikke vært mer uheldige. Våren 2005 er CCB i forhandlinger med Bank of America og Temasek (Singapores statseide investeringsselskap) om å få disse velrenommerte institusjonene inn på eiersiden, for deretter å ta banken på børs. Mr. Guo Shuqing fra Kinas sentralbank tar over. I tillegg til å bli sjef for CCB blir Mr. Guo også sekretær i Kommunistpartiets komité i banken. Makten samles i en hånd.

Etter kun kort tid i sjefstolen kan Mr. Guo fortelle om en underlig praksis i CCB. Partikomiteen i banken har hyppige møter hvor lånesøknader avgjøres, og nyansettelser over et visst nivå besluttes. Bankens styre møter sjelden. Styret rapporterer til Partikomiteen hvor makten befinner seg.

Egentlig er det ikke så uvanlig at Partikomiteen i en statsbedrift har stor makt. Det uvanlige er erkjennelsen av det. Grunnen må være at denne praksisen ikke kan fortsette om kinesiske statsbanker skal lykkes med å få inn strategiske eiere fra utlandet for deretter å gå på børs. Hvordan vil taperne – kadrene i Partiet – stille seg til en utvikling der eget maktgrunnlag svekkes, og med det muligheten for egen berikelse. Vil de rolig akseptere dette? Og har de muligheter til å snu en for dem lite gunstig utvikling?<sup>9</sup>

## **..... men får likevel med seg strategiske partnere og går på børs**

Brura ble skikkelig staset opp før hun ble vist frem. Sommeren 2005 var dårlige lån i CCB kommet ned på 3,9 prosent av balansen, et meget lavt tall for en kinesisk bank å være. Avkastning på egenkapital var hele 25 prosent i 2004. De siste 8 prosentpoengene kom til ved at staten frafalt krav om skatt.

Men utfordringene stikkes ikke under noen stol. Mr. Guo er mer åpenhjertig enn man kunne forvente før banken tas på børs. Ni av ti medarbeidere hvis oppgave er å vurdere risiko, sier han, er ikke kvalifisert for jobben. De gode nyhetene i dette bildet er at ulovligheter kommer opp på bordet. Korrupsjon trenger ikke å være økende – kanskje det heller er kontrollapparatet som etter hvert fungerer bedre? Dette er trolig vurderingen til Bank of America og Temasek som i slutten av juni 2005 kjøper vel 14 prosent av aksjene i CCB for 4,7 milliarder dollar.

Den 20. oktober går CCB på børs i Hong Kong. For 12 prosentns eierskap betales 8 milliarder dollar – den største børsnoteringen i verden på fire år. Bank of America og Temasek kan gni seg forsiktig i hendene; mens de betalte 1,15 ganger bokført verdi i juni, er markedet villig til å betale nesten to ganger'n i oktober.

---

<sup>9</sup> Akademikere applauderer det oppgjøret som nå finner sted. Partiets rolle er bare å gi ideologisk trening for å sikre kraften i organisasjonen, sier Wang Songqi ved Chinese Academy of Social Sciences til Financial Times 29. april 2005. Overoppsyn med den daglige driften er styrets oppgave.

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Desember 2005

### ERNA VIL HA EURO

---

**Om Norge vil, kan vi ta euro i bruk. Med euro inn og kroner ut kan ikke norsk konkurransevne lenger bli "kjørt" av aktørene i de internasjonale kapitalmarkedene – konkurransevnen bestemmer vi selv. Med euro blir vi herrer i eget hus. På den andre siden, ved overgang til euro mister vi et virkemiddel i den økonomiske politikken. Renten blir satt i Frankfurt, uten en gang et lite sideblikk til hva som passer Norge. Videre kan politikerne bli fristet til for raske utgiftsøkninger når Norges Bank blir fratatt renteriset bak speilet. En "tredje vei" har danskene vist – helt fast kurs mot euro. Det er som om danskene har euro, selv om de har kroner. En tilsvarende ordning har også vi muligheten for å etablere. Hensikten med denne artikkelen er ikke å anvisе løsninger – men å peke på muligheter.**

---

Etter den andre verdenskrigens slutt og frem til tidlig på 1970-tallet hadde landene i Vest-Europa fast kurs mot dollar, og dermed også fast kurs mot hverandre. Da taket mot dollaren glapp, etablerte de ledende europeiske land et fastkurssamarbeid seg imellom. Dette systemet fungerte ikke så bra – og verre ble det med helt frie kapitalbevegelser fra 1990 av. Markedet kunne tidvis kjøre en valuta i senk. Et dilemma stod klart frem: Enten frie kapitalbevegelser og flytende valutakurser, eller faste valutakurser og sterk begrensning på spekulanters og andres flytting av penger over landegrensene. Men fellesskapet i Europa, som etter hvert utviklet seg til en union, ville ha begge deler. Hvordan kombinere helt frie kapitalbevegelser med helt faste valutakurser? Felles mynt, er svaret. Overgangen til euro betyr innføring av det ultimate fastkurssystem. Kapital kan strømme fritt mellom landene uten at noen valutakurs kommer i klemme – ganske enkelt fordi det ikke er noen.

#### **Kan vi ta euro i bruk uten å bli med i EU?**

"Jeg tror ikke det er mulig å knytte Norge til euroen uten å bli medlem av EU", sa Erna Solberg, partileder i Høyre, til Dagsavisen 22. november. Det tror jeg. Av følgende tre grunner:

- Om Norge vil ta euroen i bruk, må vi kjøpe sedler og mynt i euro for om lag 50 milliarder kroner. Som betaling må vi gi fra oss rentebærende verdipapirer. For Den europeiske sentralbank (ESB) i Frankfurt er dette en meget lukrativ forretning: Man får rentebærende verdipapirer i bytte for ikke-rentebærende sedler og mynt. I fagspråket; ESB får økt seigniorage når andre land tar euroen i bruk.

- Prising av olje i euro er noe byråkrater og politikere i Brussel gjerne ser finner sted. Da kan det neppe være annet enn en fordel om verdens tredje største oljeeksporterende land har euro som egen valuta.
- Andre land har i økende grad tatt euroen i bruk, som Makedonia, Estland og Latvia.

Spørsmålet er således ikke om vi kan ta euroen i bruk, men om vi vil. Den norske kronens berg- og dalbane-kjør, som tidvis, men ikke alltid, gjenspeiler oljeprisens opp- og nedturer, blir det slutt på. En spekulasjon mot vår valuta blir ikke lenger mulig – ganske enkelt fordi vi ikke har noen.

## **Med euro blir vi herrer i eget hus**

Ved å bytte ut kronen med euro vil ikke norsk konkurranseevne lenger tidvis bli ”kjørt” av aktørene i de internasjonale kapitalmarkeder – konkurranseevnen bestemmer vi selv. Med euro blir vi herrer i eget hus. Om norske bedrifter lykkes med en pris- og lønnsvekst på linje med Eurolandenes, vil vi beholde vår konkurransekraft på disse markedene, som avtar to tredjeparter av tradisjonell norsk eksport. Om vi priser oss for høyt i en periode, kanskje ved å tillate vel romslige lønnsrammer, vil vi fort merke konsekvensene. Ved neste korsvei må vi stramme inn, om norsk industri skal overleve.

”You ain’t seen nothing yet”, sier amerikanerne og mener med det at verre ting kan være i vente. Det samme gjelder kronkursen. Vi ”ojet” oss fælt over en sterk krone gjennom siste halvdel av 2002 og inn i 2003. På sitt (kronens) sterkeste kostet euroen bare 7,25 kroner. Det kan vise seg å være for rene blåbær å regne. Om markedet vil, kan det under det nåværende valutapolitiske regime trolig påføre oss atskillig større utfordringer.

## **Betenkeligheter ved overgang til euro**

Men hva med næringer som er sterkt eksponert mot dollar, vil ikke de oppleve enda større volatilitet i valutakursen om Norge går over til euro? Det er mulig – men ikke sikkert. Og uansett snakker vi om bedrifter som gjerne har en stor grad av automatisk valutasikring, idet mye av utgiftene, og ikke bare inntektene, ofte er i dollar. Videre er det gjerne store og profesjonelle selskaper innen finans, shipping eller olje og gass som er dollareksponert. De er bedre forspent til å håndtere svingende valutakurser enn mindre norske industribedrifter som selger sine produkter i konkurranse med utenlandske foretak hjemme og ute.

En annen betenkelighet ved overgang til euro er at vi mister et virkemiddel i den økonomiske politikken. Renten blir satt i Frankfurt, uten en gang et lite sideblikk til hva som passer Norge. Om norsk økonomi opplever oppgangstider, mens Eurolandene er inne i en nedgangskonjunktur, vil den renten ESB setter, bli lavere enn hva som passer oss. Og motsatt, om Norge sliter tungt mens resten av Europa surfer stilig av sted, kan de vise menn og kvinner i Frankfurt gi oss et for høyt rentenivå. Til denne bekymringen er det tre ting å si:

- Med mer sammenfallende konjunkturer mellom Euroland og Norge, slik vi har erfart de senere år, blir behovet for egen norsk rente mindre. Og videre, land i euroområdet som er i konjunkturrell utakt, har ikke gått av sporet av den grunn. For Irland, med en prisstigningstakt på om lag det dobbelte av andre Euroland, har eurorenten vært altfor lav. Det har imidlertid ikke vært til hinder for imponerende økonomisk vekst.



- Pengepolitikkenes betydning er kraftig overvurdert. Viktigere enn til en hver tid å ha den ”optimale” renten, er det å unngå de store brølerne. Med euro inn og kroner ut går vi klar av to potensielle brølere – de vi risikerer å lage selv, og de vi kan bli påført av de internasjonale finansmarkedene. Kanskje får vi et mer robust system med euroen som norsk valuta i stedet for kronen.
- Med vårt enorme statlige petroleumsfond har Norge en handlefrihet som andre land bare kan drømme om. For oss er det langt mindre alvorlig å miste det pengepolitiske virkemidlet når det finanspolitiske kan brukes uten begrensning. Dessuten virker finanspolitikken kraftigere og mer forutsigbart når vi ikke har egen rente og valutakurs.

## **Med euro kan finanspolitikken bli for ekspansiv**

Med euro som norsk valuta settes ikke renten opp om Stortingsflertallet, i stedet for å prioritere innen gitte rammer stadig utvider dem. Det blir lettere å bryte handlingsreglen. Den nye rød-grønne regjeringen har vært forbilledlig i sin klarhet på at vi ikke skal ha noen finanspolitisk slinger i valsen. Ville den vært like fast i fisken om ikke Svein Gjedrem kunne vifte med renteriset bak speilet?

Et annet potensielt problem kan være behovet for styrking av norsk konkurransevne når olje- og gassvirksomheten i Nordsjøen tar slutt. Om handlingsreglen etterleves, vil Statens Petroleumsfond stadig vokse. Den løpende bruken av oljekroner vil stabiliseres på et nivå tilsvarende fire prosent av fondets verdi på det tidspunktet da den siste tønne hentes opp. Oljefondet er da på kanskje rundt 4.000 milliarder kroner, hvilket betyr 160 milliarder kroner i ”gratis penger” i utenlandsk valuta for staten hvert år. Behovet for valutainntjening på annet hold blir tilsvarende mindre.

Mer relevant er spørsmålet om hva som vil skje med industrien, når Fastlands-Norges leveranser til Nordsjøen faller bort. Noen bedrifter vil trolig ha sikret seg kunder på andre havområder. Andre vil ha utviklet kompetanse i nye bransjer. Og atter andre vil gå dukken. Om mange nok går dukken, blir det behov for svakere lønns- og prisutvikling i Norge enn i andre land, målt i samme valuta, for at vår industriproduksjon skal være av passende omfang. Med euro mister vi muligheten for at den konkurranseevneforbedringen vi da trenger, kan skje ved en svakere valuta. På den andre siden, med norsk industri mindre fokusert på leveranser for oljeutvinning, vil konjunktorene hos oss trolig falle bedre sammen med dem i Euroland. Behovet for egen rente reduseres.

Den strukturelle utfordringen som måtte komme når industriens leveranser til Nordsjøen trappes ned, er av realøkonomisk karakter. Uansett kan vi ikke ved pengepolitiske grep slippe unna den.

## **Seddelfond – den ”tredje veien”?**

Men finnes det ikke en ”tredje vei” der vi både har euro og ikke har euro? Den danske modellen er nettopp det. Ved flere anledninger har Danmark sagt nei til euro. Samtidig har en euro kostet 7,46 danske kroner siden fellesvalutaen i Europa så dagens lys i januar 1999. Og det er alle klar over at den også vil gjøre i fortsettelsen. Tilliten til den faste valutakursen i Danmark har sin forankring tilbake til 1983. Siden den gang har den danske kronen hatt fast

og troverdig binding – først til tyske mark og så til euro. Med helt fast og troverdig binding mot euro, må Danmarks Nationalbank nøye seg med å administrere den renten ESB fastsetter. Det er som om danskene har euro, selv om de har kroner.

På grunn av noe dårligere likviditet i verdipapirer i danske krone papirer enn i euro, vil renten kunne være marginalt høyere i Danmark på sammenlignbare instrumenter. Det er prisen danskene betaler for gleden av hver dag å se dronning Margrethe på sine mynter.

En annen fordel ved den danske modellen, er at om EUs Økonomiske og monetære union (ØMU) skulle gå i oppløsning, blir det lettere å være dansk i Europa enn å være for eksempel tysk eller fransk. En oppløsning av ØMU er ikke særlig sannsynlig. Men heller ikke helt utenkelig. Italia kan bli sparket ut av Euroland om man ikke lykkes bedre med orden i eget hus. Om ØMU sprekker og de deltakende land må finne tilbake til sine gamle seddelpresser, vil det være et enormt politisk nederlag. Og også en kostbar fornøyelse rent praktisk.

Troverdigheten til den danske fastkursmodellen henger på en konsistent makropolitikk siden 1983. Norges troverdighet, om vi skulle velge en slik modell, vil måtte underbygges av en lov som sier at kronen skal være helt fast bundet mot euro, ved etablering av et såkalt seddelfond. Videre må vi gjøre det klinkende klart at pengene på Statens petroleumsfond – for tiden tilsvarende 1.400 milliarder kroner i utenlandsk valuta – kan brukes til å kjøpe kronefordringer, om den norske valutaen blir utsatt for salgspres i markedet.

En eventuell omlegning av valutapolitikken bør finne sted under stabile forhold – slik bildet var ved overgang til inflasjonsstyring i mars 2001. Avslutningsvis – denne artikkelen er ikke ment som et innlegg for euro eller seddelfond mot euro. Tyngre utredninger og grundigere vurderinger må til. Det er Erna og jeg enige om. Hensikten med artikkelen er å peke på de mulighetene som foreligger.