

Working Paper Series 4/11

# ØKONOMI ER RISIKOSPORT

Arne Jon Isachsen CME/BI

Juni 2011



Centre for Monetary Economics  
BI Norwegian School of Management

ISSN 1503-3031

## ØKONOMI ER RISIKOSPORT

Økonomi er risikosport	Side 2
På høyeste hold	Side 8
Slutt på billig kapital?	Side 11
Den norske modellen	Side 15
Hva skjer i Kina?	Side 19
Etter finanskrisen	Side 23
Om den politiske utviklingen i Russland	Side 26
Russland - mer innfløkt enn som så	Side 30
Långiverne må med	Side 33

Dette arbeidsnotatet setter sammen Månedsbrevet for årets seks første måneder.

Arne Jon Isachsen

## VINTERBREV

Januar 2011

### ØKONOMI ER RISIKOSPORT

I to-tre år har vi kunnet lese oss grønne i trynet om finansielle redningsoperasjoner iverksatt av politikere, sentralbanksjefer og andre finansakrobater. Først ute var USA med 700 milliarder dollar for å hjelpe banker som hadde lånt ut penger til amerikanske boligeiere og andre som ikke kunne betjene sin gjeld. Eller kjøpt produkter i finansmarkedet som de selv knapt skjønnte hva egentlig var, men med samme egenskap som råtne boliglån; pengene kom ikke inn som de skulle.

Dernest var det Hellas som først hadde jukset med tallene slik at de kunne ta euroen i bruk, for deretter å låne opp altfor mye med de lave rentene som fulgte. På vårparten i fjor gikk EU og IMF inn med en redningspakke på 110 milliarder euro for å redde gresk økonomi. Med en statsgjeld som snart tilsvarer halvannet års bruttonasjonalprodukt, er det trolig bare et tidsspørsmål før grekerne ser seg tjent med ikke å betjene denne gjelden.

Sistemann ut så langt er Irland som sent i november ble påtvunget en redningspakke på 85 milliarder euro. Påtvunget, fordi irlendere får en særlig dårlig smak i munnen av å måtte gjøre det andre forlanger.

#### **Økonomi er ikke naturvitenskap**

Felles for disse tre tildragelesene er en underliggende forestilling om økonomi som naturvitenskap. Da Galileo stod i det skjeve tårn i Pisa og slapp sine kuler av bly, kunne han på forhånd regne ut hvor lang tid det ville ta før kulene traff bakken. Når Ben Bernanke, sjefen for den amerikanske sentralbanken (Fed), i de kommende måneder skal handle statsobligasjoner for 600 milliarder dollar, har han bare en vag anelse om hvilke virkninger det vil ha på prisen på slike papirer og dermed på renten. Enda vagere er de forestillingene han gjør seg om hvordan disse rente-endringene vil virke på produksjon og sysselsetting i Amerika.

Hvordan grekere og irlendere vil tilpasse seg innstramningstiltak som er betingelser for nye lån, gjenstår å se. Likeledes blir det spennende å følge renteutviklingen på greske og irske statspapirer. Tror markedet at myndighetene i de to landene vil makte å betjene sin statsgjeld? Hvor lett eller vanskelig blir det for regjeringene i de to landene å ta opp nye statslån? Usikkerheten er til å ta og føle på.

Økonomi må regnes som risikosport. Derfor er det helt sentralt med regler og rammebetingelser som gjør at det økonomiske systemet som helhet er robust og tilpasningsdyktig, selv om enkeltprosjekter går vinterveien. En forutsetning for dette er transparens, dvs. at folk ser og forstår hva som foregår. Både hva gjelder regler som gir robustheten, og folks forståelse av dem, har Den økonomiske og monetære union (ØMU) i EU sviktet kapitalt.

### **Kjøpmannen på hjørnet**

Dersom kjøpmannen på hjørnet får konkurranse fra et nytt kjøpesenter ikke langt borte og omsetningen tar til å falle, er det ikke greit å være ham. En rask og styrt avvikling er kanskje den beste løsningen. Om kjøpmannen i stedet holder fast på sitt gamle konsept, kan det hele ende i konkurs. I så fall får de ansatte først det de har krav på, dernest kemneren, så de med fordringer med sikkerhet i pant, og til sist de med usikrede fordringer, i den grad det er penger igjen i boet.

Det hele er egentlig temmelig udramatisk. Om kjøpmannen ikke lenger makter å møte sine betalingsforpliktelser, går han konkurs. Tap tas, og verden går videre. De som kjøpmannen tidligere hadde i sitt brød, må finne seg nye jobber. Omstillinger kaller vi det.

Klart det er bittert for kjøpmannen på hjørnet som har drevet sin lille butikk i årevis, at han ikke så hvilken vei det bar, men holdt på for lenge. Heldigvis hadde han organisert sitt kjøpmannskap som et aksjeselskap, slik at ikke hus og hjem gikk med i dragsuget. Surt er det også for leverandører som sendte varer til det siste uten å få oppgjør for dem. Den lokale banksjefen ble også lei seg. Sikkerheten for kravene var for dårlige, og tap måtte bokføres. Til sist, de fire bak disken mistet jobben og måtte ut i markedet på jakt etter nytt arbeid.

### **Banker på Wall Street**

En fredag midten i mars 2008 ble det åpenbart at investeringsbanken Bear Stearns på Wall Street, som hadde basert seg på meget kortsiktig "funding", ikke ville få fornyet tillit i markedet mandag morgen. Denne banken var "too big to fail" mente de amerikanske myndighetene og iverksatte en redningsoperasjon. I ettertid, kanskje ikke så lurt? For hva slags signal sendte det til andre, utsatte finanshus? Bare fortsett med din risikosport – om det går galt, vil staten redde deg.

Om Bear Stearns hadde gått konkurs, ville USA blitt kastet ut i en finanskrisen. Men den krisen ville trolig vært enklere å håndtere enn den man fikk et halvt år senere da den langt større investeringsbanken Lehman Brothers lå tilsvarende tynt an og ikke ble reddet. Med konkurs for Bear Stearns i mars, ville kanskje konkursen for Lehman Brothers i september vær unngått. Helt sikkert er det at aktørene på Wall Street ville lagt om sin atferd – tatt ned risikoen – om de så at myndighetene ikke reddet Bear Stearns, og aksjonærene tapt alt.

Kanskje ville noen av dem som hadde lånt penger til den i så fall fallerte investeringsbanken, også tapt en del. Men det er slik det skal være. Tap tas, og verden går videre.

Fordi økonomi er en risikosport, må man tidvis regne med konkurser. Den ryddige avviklingen som en konkurs innebærer, må det legges til rette for, snarere enn stenges for. Tap må tas. Etter klare og på forhånd kjente regler.

Forestillingen om at noe er "too big to fail", er en invitasjon til uansvarlighet. Går det bra tar ledelsen og eiere gevinsten. Går det skeis tar skattebetalerne regningen. Om noe er "too big to fail", får hele det finansielle systemet preg av risikosport.

Banker som er for store, må enten krympes slik at de ikke lenger er det. Eller må man sørge for at sannsynligheten for konkurs nærmer seg null. Dette siste kan man oppnå ved å doble eller tredoble kravet til egenkapital i banker og andre finansinstitusjoner, eventuelt ved å la egenkapitalkravet stige med balansen. I vårt land har de største bankene lav egenkapitalandel. Men fordi de oppfattes som "too big to fail", får de lån i markedet til de beste betingelsene.

I Financial Times den 3. desember 2010 skriver den anerkjente britiske professoren David T. Llewellyn at høyere egenkapitalkrav til bankene kan gjøre at de samlede kostnadene ved "funding" går opp. Får samfunnet noe igjen for dette? Ja, to ting. Sjansen for at en bank går konkurs, blir mindre. Og dersom en konkurs skulle inntreffe, blir kostnadene i større grad båret av aksjonærene. "Considering the social (rather than private) costs and benefits, there is an overwhelming case for significantly higher equity capital ratios to be applied to banks", konkluderer professoren.

### **Felles mynt krever mer enn man trodde**

Den politiske beveggrunnen for felles mynt i Europa var grei nok. Et samlet Tyskland, som vi fikk i 1991, ville finne en enda sterkere forankring i det demokratiske Vest-Europa om man inngikk i en myntunion med så mange som mulig av de daværende 15 EU-landene. Samtidig ville franskmennene endelig få innflytelse på rentesettingen i Europa.

Imidlertid stod den økonomiske forståelsen av hva felles mynt innebærer en god del tilbake å ønske. Økonomene gjorde det de kunne – analyserte opp ad stolper og ned ad vegger om betingelsen for "optimale valutaområder" var oppfylt. Tanken her er at med samme valuta vil man få samme rente. Er det da slik at den vil passe alle? Vel, om konjunktursyklene er temmelig sammenfallende over land, vil trolig den felles renten ikke være så gal. Metervis av studier tydet på at EU ikke var noe optimalt valutaområde.

Et annet forhold politikere og fagfolk prøvde å ta på alvor var kravet om en ansvarlig finanspolitikk. Den såkalte Stabilitets- og vekstpakten gav klare begrensninger for hvor store de årlige, statsfinansielle underskuddene kunne være i det enkelte Euroland. Videre var det tak på statens samlede gjeld. Om et land i flere år på rad oversteg disse grensene, skulle det straffes med en bot.<sup>1</sup> Flere år på rad brøt Tyskland, av alle land, regelen om å holde de statlige underskuddene under tre prosent av bruttonasjonalproduktet. Men i stedet for å ta boten, ble

---

<sup>1</sup> Straffen i første omgang innebar at landet måtte sette inn et beløp tilsvarende en kvart prosent av BNP på sperret konto i Den europeiske sentralbanken, uten å få renter på pengene.

reglene endret. Den disiplinierende virkningen som lå i Stabilitets- og vekstpakten, forsvant som dugg for solen.

Er det noe tyskerne har grunn til å angre på, så er det at de ikke tok sin straff. Om Tyskland hadde tatt kostnadene ved egen, uansvarlig finanspolitikk, ville andre ØMU-land skjønt at det også for dem var kostnader forbundet med for store underskudd i statsfinansene. Regningen for redningsoperasjoner til Hellas og Irland – og etter hvert kanskje også andre land – som tyske skattebetalere får, vil ganske sikkert være det mangedoblede av den boten Tyskland selv ville ha fått for sin finanspolitiske løssluppenhet fem-seks år tilbake i tid.

To andre krav som er helt sentrale for om ulike land vil ha glede av felles valuta, ble knapt diskutert. Landene må ha preferanse for samme inflasjon. Og finansmarkedene må oppdras til å forstå at om et lands statsgjeld blir for stor, er faren klart til stede for at den ikke vil bli betjent.

Hva gjaldt det første kravet ”vedtok” man bare at to prosent inflasjon er tingen, uten å spørre seg nærmere om i hvilken grad politikere og partene i arbeidslivet i de ulike landene skjønnte hva det egentlig innebar. Nemlig at lønnsøkninger i Italia stort sett må være på linje med dem i Tyskland. Det ville i så fall være en helt ny tradisjon, som neppe kommer av seg selv.

Det andre kravet prøvde man å sette makt bak ved si at land som kom i statsfinansielle vansker, ikke ville bli hjulpet av andre land. Forfatningsdomstolen i Karlsruhe gjorde det klart at dette var en betingelse for at landets egen tyske mark skulle kunne erstattes av den felles euroen. Men markedet trodde ikke på politikerne. Om Hellas skulle få problemer med betjeningen av sin statsgjeld, er det klart EU kommer til unnsetning. Noen risikopremie på statsgjelden til land som låner for mye, er det ikke behov for.

Og markedet fikk rett – i hvert fall så langt. Myndighetene i det enkelte land, og etter hvert også Den europeiske sentralbanken, har gått mye lenger enn grunnleggerne av ØMU hadde tenkt seg i å understøtte svake statsfinanser i medlemslandene, noe pakkene til Hellas og Irland belyser. Alle euroland har til nå betjent sin statsgjeld.

Imidlertid er troen på at euroland i fremtiden vil betjene sin statsgjeld, omsider blitt mer nyansert. Det ser vi av stadig større rentedifferanser for statsgjeld i samme valuta fra ulike land. På det meste har prisen på greske statsobligasjoner i annenhåndsmarkedet vært omsatt til mer enn åtte prosent høyere rente enn tilsvarende tyske. Hva det betyr det? Det betyr at han som kjøpte en gresk statsobligasjon for 100 euro, nå kan selge den til kanskje bare 75 euro. I annenhåndsmarkedet har man allerede tatt en del tap.<sup>2</sup>

### **Felles mynt – hvordan ta tapene?**

Det er lite pent å si at folk er tjukke i hue. Men hva skal man si om statsmyndighetene i Irland som for et par år siden garanterte alle innlån i irske banker? Ikke bare den vanlige

---

<sup>2</sup> Bernard Connolly heter en mann. Han arbeidet i EU-kommisjonen da prosjektet felles mynt ble utredet. I 1997 gav han ut boken *The Rotten Heart of Europe: The Dirty War for Europe's Money* der prosjektet felles mynt i EU sables nord og ned. Det hele kunne sågar ende i borgerkrig, mente han. Så ille har det ikke gått.. ”Men freely believe that which they desire”, sa Julius Cesaer. Gjennom 1990-årene var debatten om felles mynt i Europa preget av ønsketenkning.

innskyterens penger, som det er grunn til å beskytte, men også de som hadde kjøpt gjeldspapirer utstedt av irske banker kunne være sikre på å få pengene sine igjen. Særlig ille er et slikt løfte i Irland, hvor bankene er så store.

Når det er slik at uforutsett store tap oppstår – husk at økonomi er en risikosport – reiser spørsmålet seg om en hensiktsmessig fordeling av disse tapene. Ved å garantere for lån gitt til irske banker, tar man bort en stor gruppe potensielle ”bærere” av disse tapene. De gjenværende mulige ”bærerne” av disse tapene må ta desto mer.

Og hvem er det? Jo, det er skattebetalerne. Først de i Irland. Og dernest de i Tyskland og andre Euroland som yter lån til en irsk stat på randen av bankerott.

Men å la skattebetalere ta tap fremfor obligasjonseiere, er en særdeles dårlig idé. Hvorfor det? For det første fordi skattebetalerne ikke har hatt noe med banken å gjøre. Det har derimot eiere av bankobligasjoner som har vurdert godheten av banken før lån ble gitt, dvs. før man kjøpte obligasjonen. For det andre fordi et privat, bankfinansielt problem blir et statsfinansielt problem når staten garanterer for råtne banker. Den økningen i skatt som dermed kreves, kommer på det verst tenkelige tidspunkt, nemlig i en økonomi i nedgang som trenger lavere skatter og økt etterspørsel snarere enn det motsatte. For det tredje fordi økte skatter trolig har større, kontraktiv virkning på samlet etterspørsel enn en tilsvarende nedskrivning av bankers obligasjonsgjeld.

## **Veien videre**

Banker og andre finansinstitusjoner er ikke til for sin egen del. Men for andres. De skal betjene sine kunder. Sikre rask og sikker betalingsformidling. Og være mellommenn mellom långivere og låntakere. Punktum.

Sine oppgaver skal finansvesenet løse på en robust måte. Det betyr at den enkelte finansinstitusjon ikke skal kunne ”gamble” ved å være ”too big to fail”. Hvilket igjen betyr at alle finansinstitusjoner, som kjøpmannen på hjørnet, må stå i fare for å gå konkurs. Når ingen er ”too big to fail”, vil systemet lett kunne håndtere enkeltforetaks forsvinning.

Mye av reformarbeidet internasjonalt går på å unngå ”too big to fail” problematikken. Hvis kreditorene tror at de vil kunne tape penger på en stor bank, vil de forlange bedre betalt for å finansiere dens ekspansjon. Dette vil bremse gjeldsveksten og veksten i formuespriser, og redusere sannsynligheten for bobler og påfølgende finanskriser. Men dersom krisen likevel rammer, vil alle typer ”funding”, bortsett fra regulære innskudd, måtte akseptere en nedskrivning.

Om man skulle lage et nytt finansvesen fra scratch, ville et par elementer være verdt å vurdere. For det første en forenkling av hva som er egenkapital og en økning av kravet til egenkapital. Det ville gi et mer robust finansvesen. Argumentet om at eiere av bankaksjer ville få mindre avkastning på sine penger ved høyere krav til egenkapital, er helt uinteressant. Dessuten er det slik at med høyere egenkapital synker risikoen for konkurs, og kravet til egenkapitalavkastning går ned.

For det andre, en godkjenningsprosedyre for nye produkter à la hva man har for nye medisiner. Hvilket ville bety at det nye finansproduktet, for lovlig å kunne markedsføres,

beviselig måtte dekke fornuftige behov. Videre ville det være rimelig å stille krav til gjennomsiktighet, dvs. at det vanlige opplyste styremedlem i en bank kan redegjøre for produktet.

Euroens fremtid, hvordan ser den ut? Her er flere muligheter. Den hyggeligste er at eurolandene kommer gjennom den krisen som de nå er midt oppe i. En del av løsningen her ligger i en reforhandling av enkelte lands statsgjeld. Det betyr at eiere av noen lands statsobligasjoner må ta tap. Som nevnt over er tap allerede i ikke liten grad tatt i annenhåndsmarkedene. I neste omgang, når situasjonen har roet seg, vil kunnskapen om at felles mynt fordrer felles inflasjon, måtte si inn. Felles mynt tar vekk rentepolitikken for det enkelte land og begrenser handlefriheten i finanspolitikken. Det stiller krav til mer fleksible arbeidsmarkeder.

Spekulasjoner om de mindre hyggelige utfallene for euroens fremtid, får utestå til en annen gang.

Til sist, mon tro om politikere, embetsverk og sentralbanksjefer har mot og kraft nok til å stake ut en bedre vei videre? Eller om folk i finansvesenet med alle sine penger og alle sine forbindelser fortsatt vil lykkes i å hindre at et mer robust finansielt system kommer på plass.<sup>3</sup>

7. januar 2011

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

---

<sup>3</sup> Norge ligger bedre an enn de fleste andre land hva gjelder regelverk for håndtering av bankkriser. Se vedlegg til Norges Banks brev til Finansdepartementet 29. november 2010, der sunne prinsipper legges til grunn for avvikling av banker. Se [http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_\\_77765.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article____77765.aspx).



Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Januar 2011

### PÅ HØYESTE HOLD

For snaue to uker siden dro president Hu Jintao fra Kina til USA for der å ha møter og middager med president Barack Obama. Og samtaler med mange fremstående amerikanere fra det politiske livet så vel som fra næringslivet. Med seg hadde Hu en stor delegasjon. Mange konkrete forretningsavtaler skulle slutføres, og kontrakter underskrives.

President-posisjonen til Hu, må det bemerkes, er en følge av en annen posisjon. Som generalsekretær i Det kinesiske kommunistpartiet er han landets mektigste mann. Da kan det passe også å være statsoverhode. En bemerkning til er på sin plass. I Kina skriver man etternavnet først. Således skriver og sier vi Hu og Obama når fornavn utelates.

Festmiddagen i Det hvite hus ble noe mindre festlig ved at noen republikanske senatorer ikke ville delta. Da Hu under en felles pressekonferanse med Obama ble spurt hva han trodde denne uteblivelsen skyldtes – kinesernes brudd på menneskerettigheter var hva senatorene hadde anført, men behovet for å markere seg innenrikspolitisk kan ha vært vel så viktig – repliserte Hu at hans presidentkollega Barack Obama var bedre i stand til å forklare atferden til amerikanske senatorer.

Som leder av den kinesiske delegasjonen til FN reiste Deng Xiaoping til New York i 1974. Mens Deng hadde problemer med å skrape sammen nok valuta til å betale for flybillettene, kunne Hu ha fylt opp sitt aeroplan med dollarsedler. Tenk om han hadde gjort det. Og strødd dem utover Washington D.C. før man gikk inn for landing? En meget upassende maktdemonstrasjon. Og komplett urealistisk. Men i *fantasien*? Mon tanken streifet Hu?

Både Obama og Hu kommer fra enkle kår. Hu hadde lang fartstid som politiker på toppnivå før han selv nådde helt til topps. Som guvernør i Tibet, en av Kinas 31 provinser, som medlem av Sentralkomiteen og etter hvert også av Politbyrået. De siste fem årene før han ble

generalsekretær i Partiet, var Hu med i Politbyråets stående komite, en forsamling på ni personer, som bestemmer alt av viktighet i Midtens rike.

Obama på sin side hadde bare fire år på baken som senator i Kongressen før han ble president. Uten noen forkleinelse for hvordan amerikanere finner frem til hvem som skal bo i Det hvite hus, er det klart at *skoleringen* for toppjobben i Kina er langt lenger og trolig bedre enn ditto i USA.

Er Kina bedre enn Amerika? Er det du mener? Vil noen si. Men det er jo ikke det jeg har skrevet. Klart jeg mye heller ville bo i USA enn i Kina om jeg måtte velge. (Men Norge er best.) Hvorfor da disse spørsmålene? Fordi i noen norske miljøer er det helt upassende å si noe godt om Kina. Kanskje er det et generelt fenomen. Er det noe vi ikke liker, er det ingen ting ved dette ”noe” vi kan si noe positivt om. Slik var det vel de republikanske senatorene som takket nei til middagen, tenkte. Menneskerettighetene blir ikke overholdt i Kina. Ledere av slike land vil vi ikke sitte til bords med.

I kinesiske ører lyder dette hult. Drev ikke amerikanerne sitt jordbruk og sine bomullsfarmer med slaver hentet i Afrika i et par hundre år? For deretter å holde dem med en annen hudfarge adskilt fra de hvite i nye hundre år? Og hva med indianerne? Ble ikke de jaget bort fra prærien og stengt inne på reservater? Hva om Hu hadde minnet pressekorpsset på at han for tiden befant seg i et land med ansvar for fengslene i Abu Graib og Guantanamo der tortur og ”water-boarding” ikke var ukjente fenomen?

I 1976 døde Mao. Det var på høy tid. I årene 1958-1961 iverksatte Mao det håpløse prosjektet Det store spranget fremover. Resultatet var hungersnød som tok livet av 30 millioner kinesere. I 1966 startet han Kulturrevolusjonen. Nye millioner mistet livet. Og Kina ble styrtet ut i et anarki ingen i utgangspunktet hadde fantasi til å forestille seg. Chen Yun, en veteran fra Den lange marsjen, som sammen med Deng Xiaoping tok over konkursboet etter formann Mao, oppsummerte formannens innsats slik:

Hadde Mao dødd i 1956, ville han blitt sett på som en udødelig.  
Hadde han dødd i 1966, ville han blitt sett på som en stor mann.  
Men han døde i 1976. Så – hva kan man si?

Det nye regimet etter Mao, under ledelse av Deng Xiaoping, satte i gang arbeidet med å skape et lovverk for samfunnet. Tre og et halvt tiår er ingen lang periode for et lands vandring mot et lovstyrt samfunn som kanskje en dag vil kunne ut i et demokrati.

Egentlig er det vanskelig å tenke seg ettpartistaten forenlig med et fullt ut lovstyrt samfunn. For Partiet – hvis det bare er ett og det har monopol på makten, slik bildet er i Kina – vil alltid kunne overstyre den dømmende myndighet, dvs. sette lover til side, om Partiet skulle finne at det er nødvendig.

Om Kina blir et demokrati, det vet vi ikke. Men at Kina er utrolig mye bedre land å leve i nå enn under Mao, det vet vi.

”Kina har svake røtter”, sa en lærd kineser til meg forleden, vi spiste lunsj sammen i Shanghai. ”Svake røtter”, sa jeg, ”hva mener du? Et land med en kultur fire tusen år tilbake i tid?” Men så forstod jeg. Svake røtter i den verden vi nå befinner oss i, og som Kina ønsker å

være en del av. De første røttene ble forsiktig satt ned i jorden i 1978 da Deng Xiaoping, Kinas store lille mann – kun 152 cm på strømpelesten – tok over makten.

Helt siden Peloponneskrigen vel 400 år f.Kr. der fremvoksende Athen yppet seg mot etablerte Sparta, har historikere og vi andre vært fascinert av perioder der store maktforskyvninger finner sted. I Kina har man også grunnet på dette. I et stort anlagt forskningsprosjekt for en del år tilbake, tok kinesiske samfunnsvitere for seg et førtitalls slike episoder gjennom historien. Studien munnet ut i en grei konklusjon: Når fremvoksende makter utfordrer den eller de etablerte, har det tendens til å gå dem – de fremvoksende – ille. Tyskland og Japan er ferske eksempler fra forrige århundre. Athen for mer enn 2.400 år siden.

Det kinesiske lederskapet tok seg studien ad notam. Og Hu Jintao tok i bruk begrepet ”Peaceful Rise” for å karakterisere Kinas inntreden på den globale arena. Det med ”Rise” hørtes imidlertid vel aggressivt ut. Så ”Peaceful Development” ble begrepet man festet seg ved.

Hvordan stille saken seg nå? I Amerika synes den politiske viljen og evnen til å løse de strukturelle problemene i økonomien å være helt fraværende. Hvorfor ikke innføre moms og skikkelig avgift på bensin slik andre siviliserte land har, for dermed å komme de statsfinansielle problemene til livs?

Om ikke USA får orden på sine statsfinanser, og lite tyder på at så er i ferd med å skje, snarere det motsatte – Obama måtte svelge fortsatt skattelettelser for de rike for å få et budsjett gjennom Kongressen – vil USAs handleførhet både hjemme og ute gradvis svekkes.

Kina på sin side tøffer ufortrødent videre, med en årlig økonomisk vekst på 8-9 prosent. BNP i Kina for tredje kvartal 2010 var 28 prosent over ditto tre år tidligere. For USA var produksjonen uendret.

Hvordan vil de økonomiske realitetene virke inn på de politiske ambisjonene?

President Hus besøk i Washington var både viktig og vellykket. Til tross for noen uteblevne middagsgjester ble Hu møtt med den respekt og verdighet han og hans landsmenn mener at Kinas statsoverhode har krav på.

I fortsettelsen er det viktig med åpning av nye kanaler mellom de to land. Et kraftig oppsving i strømmen av studenter mellom USA og Kina er de to presidentene enige om. Videre at USA og Kina skal samarbeide tettere for utvikling av grønn teknologi. Det er også viktig med nærmere kontakt på det militære planet. Slik at misforståelser som vil kunne skape spenninger, ikke oppstår.

Det store spørsmålet er dette: Vil Amerika gi Kina nok plass i den nye globale verdensorden som er under utvikling? Og vil Kina være måteholden nok i hva landet krever slik at USA kan imøtekomme disse kravene?

31. januar 2011

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Februar 2011

### SLUTT PÅ BILLIG KAPITAL?

---

**Realrentene har falt kraftig de siste tre tiår. Dersom det går som McKinsey Global Institute tror, vil realrentene snart ta til å stige. Det har sammenheng med en kraftig oppgang realinvesteringene i de fremvoksende økonomiene.**

---

Kjøpekraften pengene har frem i tid, er det som teller. Om du har 100 kroner i dag og får tre prosent rente, har du 103 kroner ett år frem i tid. Men om prisstigningen i løpet av de neste 12 månedene overstiger tre prosent, har kjøpekraften på pengene sunket. Inflasjonen har lurt deg. Realavkastningen har vært negativ.

I løpet av de siste tre tiårene har både nominelle renter og inflasjon falt kraftig i de fleste land. Ikke jevnt og trutt. Men trenden nedover er ikke til å ta feil av. Ettersom renten har falt mer enn prisstigningstakten, har realrentene også gått ned.

#### **Realrenteobligasjoner sikrer mot inflasjon**

I noen land, bl.a. USA og UK, finnes det relativt store og rimelig likvide markeder for statlige realrenteobligasjoner. Den nominelle avkastningen på slike obligasjoner blir justert i takt med prisstigningen. Kjøper du en realrenteobligasjon som er priset til to prosent realrente, vet du hvilken kjøpekraft papiret gir (om du sitter med det til forfall). Inflasjonsrisikoen er tatt bort. Men du kjenner ikke kontantstrømmen, dvs. den løpende utbetalingen.

I 1981 startet de britiske myndighetene å utstede realrenteobligasjoner, såkalte "indexed linked gilts". Amerikanerne fulgte etter i 1997. Når slike realrentepapirer utstedes parallelt

med vanlige obligasjoner med samme løpetid, vil forskjellen i avkastningen mellom dem i annenhåndsmarkedet gi et mål på markedets inflasjonsforventninger. For sentralbanker som har som mål lav og stabil inflasjon, er dette er interessant og nyttig informasjon.

### **Realrenter i historisk perspektiv**

I et historisk perspektiv, og da snakker vi om hundre år og mer, har den årlige realavkastningen på sikre statspapirer ligget mellom 3,0 og 3,5 prosent i USA. Realrentepapirer som myndighetene i Amerika tok til å utstede på slutten av 1990-tallet, lå på dette nivået i de første årene. Ettersom økonomisk teori tilsier at realrenten i et land gjerne er på linje med den realøkonomiske veksten, gav inflasjonsjusterte obligasjoner i USA en hyggelig avkastning på denne tiden – hyggelig for eierne av dem.

Men så snudde bildet. I oktober i fjor var realavkastningen på en amerikansk realrenteobligasjon med ti år til forfall under en 0,5 prosent. Tilsvarende papir i Storbritannia ble priset til under 1,0 prosent.

Lavere økonomisk vekst de senere årene tilsier en nedgang i realrentene. Men at slike renter faller til under én prosent på papirer med ti års løpetid, er spesielt. Finanskrisen og myndighetenes håndtering av den lå bak denne utviklingen. Med korte nominelle renter nær null og fravær av deflasjon, blir det ikke rare realrentene.

### **Sparing i realrenteobligasjoner kan det ha noe for seg?**

Hva vil skje med realrenten i årene fremover? Den skal opp, tror professor Jeremy Siegel ved Wharton School i Pennsylvania.<sup>4</sup> De lave nivåene som vi har sett i den senere tid, skyldes en stor grad av pessimisme og overdreven risikoaversjon, mener han. Når den økonomiske veksten tar seg opp, vil også realrenten stige.

På bakgrunn av denne analysen advarer professoren mot å legge for mye av sine sparte midler i realrenteobligasjoner. Han minner om at dersom du kjøper en lang realrenteobligasjon – i Storbritannia finnes ”indexed linked gilts” som ikke forfaller før i 2055 – har du en stor renterisiko. Om realrentene stiger og du vil selge en slik obligasjon, blir prisen lavere enn hva du kjøpte den for. Selv om realrenteobligasjoner er ment å sikre mot inflasjon, sikrer de ikke mot renterisiko med mindre du holder obligasjonene frem til forfall.

Om du derimot handler realrenteobligasjoner med korte løpetider, som gjenspeiler tiden frem til du har tenkt å bruke pengene, stiller saken seg annerledes. Du er sikret en realavkastning, kanskje ikke så stor, men i hvert fall positiv. Og renterisikoen er liten om løpetiden matcher planlagt bruk. Ideelt, med andre ord, for pensjonister.

I Norge finnes det ikke rare markedet for realrenteobligasjoner. Men i Spania og Frankrike finnes slike papirer. For norske pensjonister ved Middelhavet har jeg alltid ment at en liten slump midler plassert i statlige realrentepapirer må være tingen. I disse dager, hvor staten ikke lenger er en sikker betaler, er jeg ikke lenger så sikker.

---

<sup>4</sup> Se hans artikkel i Wall Street Journal den 3. februar 2011, ”Inflation-linked bonds face a headwind of many risks.”

## **McKinsey-rapport: Farvel til billig kapital**

Rapporten "Farewell to cheap capital? The implications of long-term shifts in global investment and saving", som McKinsey Global Institute gav ut i desember i fjor, er interessant lesning.<sup>5</sup> Tidligere la man vekt på at lave renter skyldtes høy sparing i land i Asia og Latin-Amerika. For verden sett under ett sank imidlertid spareraten i perioden 1970-2002. Men ettersom realinvesteringer sank enda mer, fremstod et globalt spareoverskudd. Resultatet var stadig fallende realrenter.

De fremvoksende økonomiene fører an i den oppgangen som vil komme. I rapporten sammenlignes utviklingen disse økonomiene står foran med situasjonen i Europa etter Den andre verdenskrigen. Oppbyggingen av infrastruktur, ny produksjonskapital og nye boliger, krevde enorme løft, etter fem års ødeleggelser. Noe tilsvarende står mange land i Asia, Latin-Amerika og Afrika nå overfor. Tenk bare på alle skyskraperne som skal reises. Alle kloakk- og vannrørene som skal graves ned. Alle veiene og jernbanesporene som skal legges. Alle flyplassene som skal bygges. Og alle havnene som skal utbedres og utvides. Analysene som McKinsey legger frem, tyder på at denne høye investeringsaktiviteten vil holde seg i flere tiår fremover.

Hva med sparingen? I vår del av verden vil husholdningene i noen land, som USA og Storbritannia, øke sin sparing. Men samtidig blir det stadig flere eldre. Det krever økt innsats fra det offentlige. Den samlede sparingen i de rike landene kan ikke dekke opp for de økte realinvesteringer i de fremvoksende økonomiene. Kapital blir en stadig knappere faktor. Og realrenten går opp.

## **Global rebalansering**

En global rebalansering er på gang. Mens de fremvoksende økonomiene stod for 14 prosent av verdens industriproduksjon i 1990, hadde denne andelen steget til 34 prosent i fjor. Det oppsvinget vi står foran globalt vil driver realrentene opp. Om realrenten vender tilbake til gjennomsnittsnivået for de siste 40 årene, er det snakk om en økning på halvannet prosentpoeng fra nivået høsten 2010.

## **Gode tider for finansnæringen?**

Med økt knapphet på kapital og høyere realrente blir det hyggeligere å være formuende. Nettopp hva Norge ved Statens Pensjonsfond – Utland er. Forutsetningen om en realavkastning på fire prosent som ligger til grunn for handlingsregelen, vil lettere la seg innfri.

---

<sup>5</sup>

[http://www.mckinsey.com/mgi/publications/farewell\\_cheap\\_capital/pdfs/MGI\\_Farewell\\_to\\_cheap\\_capital\\_full\\_report.pdf](http://www.mckinsey.com/mgi/publications/farewell_cheap_capital/pdfs/MGI_Farewell_to_cheap_capital_full_report.pdf)

For banker og andre finansinstitusjoner kan høyere renter føre til bedre marginer. Tradisjonelt er det nemlig slik at innskuddsrenter stiger saktere enn utlånsrenter. Det er også slik at med en brattere avkastningskurve vil institusjoner som funder seg kort og låner ut langt, få glede av større marginer.

En stadig økende andel av den globale økonomiske aktiviteten trolig vil foregå i Asia, Latin-Amerika og Afrika. Da blir det viktig for norske finansinstitusjoner å følge med og etter hvert også være til stede i land og områder som de til nå ikke har sett behov for å kunne så mye om.

14. februar 2011

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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

Arne Jon Isachsen

EKSTRA

Februar 2011

## DEN NORSKE MODELLEN

---

**I Norge har vi funnet en god kombinasjon av kapitalisme og velferd. Vi konkurrerer på harde livet. Samtidig har vi en velferdsstat som tar vare på den enkelte fra vugge til grav. Vi er stolte av den norske modellen og forteller gjerne oss selv og andre hvor god den er. Kanskje burde de som forsker på temaet, bruke mer tid og krefter på å sjekke modellens svake punkter?**

---

Mens mange land i verden står midt oppe i alvorlige, økonomiske kriser, går det bra for Norge og for norsk økonomi. Stadig flere snakker om den norske modellen for det gode samfunn. Hva er kvintessensen i denne modellen?

### **Kapitalisme og velferd**

I Norge har vi funnet en god kombinasjon av *kapitalisme og velferd*. Vi konkurrerer på harde livet. Eierne bestemmer. Og eierne får det som er igjen av penger i kassa når alle andre har fått sitt.

Det at den aktøren som bestemmer, også får det som er igjen når alle andre har fått sitt, gjør at kapitalismen sørger for en effektiv utnyttelse av ressursene. Det har både SV i Norge og Kommunistpartiet i Kina forstått. På en konferanse i Oslo nylig var det artig å høre hvordan Erik Solheim, vår bistandsminister og tidligere formann i SV, hyllet det private næringslivet, både i Norge og i Afrika.



Hver dag går bedrifter konkurs. Det betyr at konkurransen er på alvor. Og også at ressurser som er låst fast i bedrifter som ikke leverer, blir satt fri. Slik at de kan finne mer produktiv anvendelse på annet hold. En konkurs som var særlig nyttig, var den til Kongsberg Våpenfabrikk i 1987. Utenlandske banker trodde at staten som eier ville dekke opp eventuelle tap. Men staten holdt seg til reglene. En aksjonær hefter ikke for mer enn innskutt egenkapital. Utenlandske banker lærte en lekse.

Norske banker fikk kjørt seg fem år senere. Bankkrisen vi da fikk her i landet, ble håndtert på forbilledlig vis. Da private eiere ikke ville tilføre nødvendig ny egenkapital, gikk staten inn med friske penger. Samtidig ble gamle eiere nulltet ut. Staten holdt seg til reglene. At aksjekapital også var risikokapital, ble klart for alle.

I Norge har vi ”rå” kapitalisme der staten, når det trengs, ikke er noe mindre ”rå” enn andre. Men vi har også en godt utbygget velferdsstat som tar vare på den enkelte fra vugge til grav. Det at staten kommer inn når ulykken er ute, skaper sikkerhet for den enkelte. Det er mye verre å miste jobben i Amerika enn i Norge. Hvilket bidrar til å skape en omstillingsdyktig økonomi her til lands.

### **Individualisme og risikotaking**

Når velferdsstaten tilbyr en så stor sikkerhet for den enkelte, skapes det større rom for *individualisme*. Den enkelte har alternativer å velge mellom. Eksistensen av alternativer virker skjerpene på atferden. Se bare hvordan norske menn har skjerpet seg de siste 40-50 årene, i takt med at kvinner klarer seg selv, og har utviklet alternativer til det å leve som gift husmor.

Vel vitende om at et statlig trygd- og helsevesen står til vår disposisjon, og at gamle hjemmet nok åpner sine dører for deg når tiden kommer, kan man leve farligere, ta større sjanser. Velferdsstaten innbyr til *risikotaking*, til et mer spennende liv, for dem som våger.

Kapitalisme og velferd, som gir grunnlag for individualisme og risikotaking, er således sentrale elementer i den norske modellen. Men hvor kommer penga til å betale all velferden fra? ”Skatter er hva vi betaler for et sivilisert samfunn”, sa den amerikanske høyesterettsdommeren Oliver Holmes jr. Nordmenn flest tror at staten vil oss vel. Derfor finner vi det rimelig å betale skatt. Mens staten er en venn og alliert for nordmenn, ser mange amerikanere på staten som en motstander. Det samme er tilfelle i Kina. Der man lett blir sett på som dum, om man ikke prøver å lure seg unna fellesskapets forpliktelser. Motstanden mot skatter og avgifter blir tilsvarende større.

### **Ingen skal trenge å stå med lua i handa**

Nordmenn har husmannsblod i sine årer. Vi er vant til å holde sammen mot de mektige. Janteloven, kaller vi det når det går for langt, som det jo ikke sjeldent gjør. Men i hovedsak tror jeg husmannsånden har tjent oss godt. Idealet om likhet og likeverd er en grunnpilar i den norske modellen. ”Her skal ingen trenge å stå med lua i handa”, sa Einar Gerhardsen. Disse ti små ordene kan alle politikere i dag slutte seg til. Trur eg.

Det at ingen trenger å stå med lua i handa i Norge har stor økonomisk betydning. Vi lever i kunnskapssamfunnet. Da er det viktig at alle kan komme med sitt. Den følelsen av egenverdi Einar Gerhardsen bidrog til å gi oss, fremmer evnen til å si sin mening. Det er en viktig forutsetning for at motforestillinger basert på solid kunnskaper lettere når frem i norske bedrifter.

Men selve kunnskapsgrunnlaget, er det godt nok? Hvert år går om lag 10.000 ungdommer ut av skolen uten å kunne lese og skrive skikkelig. Den norske modellen er ikke god nok på utdanning. Det gjelder også på universitetsnivå, hvor formalisme og byråkrati dreper kreativiteten og friheten. Mitt råd? I grunnskolen; få tilbake klasseforstander, dannelse, ro og fokus. På universitetsnivå; gi den enkelte høyskole og det enkelte universitet større handlingsrom i en ramme preget av konkurranse. Og gi stipend til norske studenter som kommer inn på doktorgradsprogrammene ved Harvard og Stanford, ved Tsinghua og Oxford.

### **Et rettferdig samfunn**

Om du ikke vet hva du skal si på Dagsrevyen, si da at vi trenger et mer rettferdig samfunn. Og alle vil samstemme. Hvorfor det? Fordi ulike mennesker legger ulike ting i begrepet rettferdighet. Er samfunnet rettferdig om det tuftes på Marx' utsagn: "Yte etter evne, motta etter behov"? Ja, vil noen si. Mens andre som har levd en stund, vil vite å minne om at slike samfunn ikke leverer de varer og tjenestene vi gjerne vil ha.

Hva med alternativet: "Yte etter evne og motta etter resultat"? Det er oppskriften på ulikhetssamfunnet. Som de fleste av oss heller ikke vil ha. Når jeg en sjelden gang tar drosje i Oslo, blir ergrelsen over at det er så dyrt, overkjørt av gleden av å bo i et land med relativt små lønnsforskjeller. I Norge betaler man relativt lite for høyt utdannet arbeidskraft, og relativt mye for lite utdannet. Det blir likhet av slikt.

I et godt land har innbyggerne et i rimelig grad sammenfallende syn på hvordan et rettferdig samfunn ser ut, og hva som skal til for å realisere det. Og her ligger lille Norge godt an. Rettferdighet tilsier at folk skal motta etter innsats, men også etter behov. Velferdsstaten er godt forankret hos oss. Et skattetrykk som er høyere enn i mange andre land, kommer vi ikke utenom.

Partene i arbeidsmarkedet har utviklet gode modeller for lønnsfastsettelse og bedriftsdemokrati. Det er strenge regler for kommunikasjon mellom arbeidstakere og ledelsen forut for store og viktige beslutninger. Men ledelsen, som representerer kapitaleierne, har det siste ordet.

Kapitalkreftene i Norge viser måtehold. Se på Island og Irland; hvordan to solide demokratier har klart å rote det til for seg selv, ved å la bankvesenet vokse langt utover evne. Det skumle med slike nyrike finansfolk, og for den del også gamlerike, er at *de tror de kan det meste* fordi de har tjent mye penger. Fravær av selvinnsettelse er ikke bra. Hva skal man si om Wall Street disse dager, der bankfolk som har sølt bort milliarder av dollar, igjen ordner seg fete bonuser? Og mener seg berettiget til dem?

## **Hva kan gå galt?**

Det bedrives en god del forskning på den norske modellen. Ikke at jeg har lest det hele. Men inntrykket har likevel festet seg. Vi er mer opptatt av å fortelle oss selv og andre hvor god denne modellen er, enn av å fundere over hva som kan gå galt. Burde ikke de som forsker på temaet, bruke mer tid og krefter på å sjekke modellens svake punkter?

21. februar 2011

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

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Mars 2011

### HVA SKJER I KINA?

---

**I en ettpartistat mangler det per definisjon alternativer. Skal man bli kvitt korrupsjonen i Kina, må man bli kvitt Partiets monopol på makten. Urolighetene i Midt-Østen går ikke upåaktet hen i Midtens Rike. Kunne noe slikt hende her?**

---

Folkekongressen heter Kinas lovgivende forsamling. Hvert år i mars møtes knapt tre tusen delegater i Beijing for å vedta nye lover. I år skal Folkekongressen også debattere og vedta den tolvte femårsplanen gjeldende for perioden 2011-2015. Den ellevte leverte. Mens planen la til grunn en årlig økonomisk vekst på 7,5 prosent, ble den realiserede veksten på over 11 prosent. Nær 58 millioner nye jobber ble skapt i byene. I Kina bor det snart flere mennesker i byene enn på landet.

Lørdag 5. mars, da Folkekongressen åpnet, gikk jeg de fem-seks kilometerne fra hotellet til Den himmelske freds plass hvor kongressen holder hus. Flere hundre meter unna kongressbygningen var det satt opp sikkerhetskontroller. Med køer så lange som vonde år gav jeg opp å komme på nært hold av delegatene.

Men en stemning preget av forventning, iblandet litt uro, fikk jeg med meg. Forventninger til Kinas videre vekst og fremgang. Det skaper stolthet hos borgerne. Kina er et land å regne med. Men også iblandet en viss uro. Den sterke veksten til tross, alvorlige ubalanser har bygget seg opp i verdens folkerikeste land. Urolighetene i Midt-Østen går ikke upåaktet hen i Midtens Rike. Kunne noe slikt hende her?

## **Korrupsjon og økende inntektsforskjeller**

I USA kommer den økonomiske veksten i uforholdsmessig stor grad de rikeste til gode. Studier i Kina tyder på det samme. De 90 millioner rikeste byboerne i Kina har en gjennomsnittlig inntekt på over 70.000 amerikanske dollar, om vi skal tro en nyere studie av fenomenet.<sup>6</sup> Det er langt mer enn offisielle tall viser. Men kaster lys over det forholdet at boligprisene i Beijing nå ikke er så langt unna boligprisene i Washington D. C.

At noen drar i fra andre rent inntektsmessig, blir et større sosialt problem når mye av forskjellene skyldes korrupsjon og andre typer ulovligheter, slik bildet er i Kina. Myndighetene skjønner bedre enn de fleste at det forholder seg slik. Men gjøre noe med det, hvor enkelt er det? Mange av dem som presumptivt burde se det som sin oppgave å rydde opp i uhumskhetene, lever selv godt av dem. Det er ikke uvanlig at rike mennesker i Kina har skaffet seg statsborgerskap i andre land. Slik at kan de flytte etter pengene sine om ulovligheter avdekkes.

”Det er ærefullt å bli rik”, sa Deng Xiaoping, grunnleggeren av det moderne Kina som tok over på slutten av 1970-tallet. ”Det er ærefullt med et rettferdig system”, la statsminister Wen Jiabao nylig til. Hvis kone, heter det seg, lever høyt på mannens posisjon.

I en ettpartistat slik Kina er, mangler det per definisjon alternativer. Under Folkekongressens møte stilles det aldri kabinettsspørsmål. Hvorfor det? Fordi det ikke er noen opposisjon som står klar til å ta over makten. Det kinesiske kommunistpartiet går ikke av. Fravær av alternativer er oppskriften på korrupsjon. Eller som kineserne selv sier, skal man bli kvitt korrupsjonen, må man bli kvitt Partiets monopol på makten.

## **En ny økonomisk modell**

Den økonomiske strategien har fokusert på økte industriproduksjon, eksport og investeringer i realkapital. Fokus må nå vris i retning av økt tjenesteproduksjon med bedre vekstvilkår for små og mellomstore bedrifter. Videre må husholdningenes andel av de samlede inntektene øke slik at det private forbruket tar seg opp.

En slik endring i den økonomiske strukturen vil skape vinnere og tapere. Mange statseide industriforetak som lever godt på billig kreditt fra statseide banker, og som nesten ikke betaler utbytte til eierne, vil være blant taperne. Ledelsen i disse selskapene vil neppe like en slik utvikling. Tidligere kunne partiapparatet ta relativt lett på det. Gamle kapitalistlakeier var vel ikke noe å bry seg om? Men med forrige generasjons politiske ledere ble forretningsfolk også invitert inn som medlemmer av Partiet. Disse har dermed en maktbase også politisk for å motsette seg en utvikling der de økonomiske rammebetingelsene for det statsdominerte næringskomplekset svekkes.

---

<sup>6</sup> Se artikkelen ”Dream come true” av Arthur Kroeber i *China Economic Quarterly*, December 2010.

For vanlige arbeidstakere er det en klar tendens til store lønnsøkninger. Det har sammenheng med at antall kinesere i arbeidsfør alder nå nesten ikke vokser. Med arbeidskraft som relativt mer knapp faktor, stiger også avlønningen av den. I og med at forbruket må opp i Kina, på bekostning av vekst i eksport og realinvesteringer, er det ønskelig med raskere lønnsvekst. Når konkurranseevnen for Kina svekkes ved høyere lønnsvekst, får myndighetene en god grunn til å holde valutakursen fast. En svekkelse av konkurranseevnen via lønningsseddelen er bedre enn via valutakursen, i det den ønskede omfordeling av inntekt til husholdningene da finner sted.

I den nye vekstmodellen skal godene fordeles jevnere. "Inclusive growth" er det nye uttrykket – alle skal med. Det innebærer økte statlige utgifter til helse, pensjon og skole. Hvilket fordrer økte skatteinntekter. I noen store byer eksperimenteres det nå med eiendomsskatt. I tillegg til å bringe inn penger til det offentlige, vil slike skatter trolig dempe folks interesse av å oppbevare verdier i form av tomme boliger. Når det koster noe å eie boliger, vil spekulasjonen her dempes. Problemet med boligbobler blir lettere å håndtere om et egnet opplegg for skattlegging av dem kommer på plass.

En annen side av saken er den uroen og utilfredsheten som mange i Kina føler, som ikke har råd til å skaffe seg egen bolig. For å møte denne utfordringen satser myndighetene nå kraftig på det som heter sosial boligbygging. I løpet av kommende femårs periode skal 36 millioner slike boliger bygges i Kina. Og andelen av bybefolkningen som bor her, skal opp fra 7-8 prosent i dag til 20 prosent om fem år.

## **Et renere miljø**

I Beijing kan du ofte se den luften du puster. Forurensning av elver og vann er ikke noe mindre problem. Jeg tenker på Norge. Ren sne og klar luft går ikke inn i målet på bruttonasjonalprodukt. Men du verden så deilig at det er slik. Kina er et møkkete land. Men arbeidet for å få et renere land, er det nå fullt trøkk på. I den nye femårsplanen skal energiforbruket per BNP-enhet ned med 16 prosent, mot 19 prosent i forrige femårsperiode, ett prosentpoeng under måltallet. Sammensetningen av energiforbruket skal vris fra kull og olje og over mot fornybar energi. Særlig hva gjelder produksjon av vindkraft ligger Kina langt fremme. Videre satses det på skogplanting til binding av CO<sub>2</sub>.

Vekst for alle penga gjelder ikke i samme grad som før. Kvaliteten veier tyngre inn. For sentralmyndighetene i Beijing er det en stor utfordring å få myndighetene i provinsene og i byene til å følge opp. Der er man vant med at alt måles i BNP-vekst. Og til at forfremmelse hviler på økt produksjon.

## **Jasminrevolusjon i Kina?**

Kina er ikke som landene Midt-Østen. Midtens Rike er full av urettferdigheter. Men også full av muligheter. I Egypt var det bare urettferdigheter. Kina er et meritokrati. Det betyr gode arbeidsvilkår for de flinkeste.

Lenge har mange sagt at så lenge den økonomiske veksten holder seg oppe i Kina – og alle, tross alt, får det bedre – bevares roen. Så lenge kontrakten mellom Partiet og Folket holdes; vi leverer vekst, sier Partiet, og dere lar oss styre. Men er det slik? Kan det tenkes at med

stigende levestandard vokser appetitten på å ha et ord med i laget? Hvilket betyr at legitimiteten til regimet kommer under press.

Under mitt korte Kinabesøk denne gangen, ble jeg vár regimets manglende robusthet. De kinesiske lederne må for all del ikke gjøre noen feil. Derfor er femårsplanen så viktig. Om store feil likevel begås, bør lederne gå. Men det kan de ikke. Noe ryddig og robust system for hvem som skal ta over, finnes ikke. På Island gikk banker konkurs så det sang. Og landets tidligere statsminister stilt for riksrett. Men andre tok over. Stod klare til det. Ikke slik i Kina. Om myndighetene gjør grove feil i politikken, har ikke systemet innebygget en overgang til nye ledere.

”Den demografiske dividenden” har man snakket om i Kina lenge, nemlig den økonomiske fordel en land har når andelen mennesker i arbeidsfør alder øker. Ettbarnspolitikken gav en slik fordel. Men nå er den tiden over. I fjor sank andelen av folk i arbeidsfør alder i Kina.

Nå snakker man om en ny fordel, den ”institusjonelle dividenden”, nemlig hva Kina har å vinne ved nye og bedre institusjoner. At Kinas politiske system er modent for reformer, har jeg inntrykk av at stadig flere på innsiden mener. Som en av dem sa: ”De må først ha noen kriser før de lykkes med reformer”. Uten at han utdypet nærmere hva slags reformer han hadde i tankene. Enn si hva slags kriser. Enda underligere, han sa ”de” snarere enn ”vi”. Vil ikke folk lenger være ved at de er del av systemet? Hva sier i så fall det om legitimiteten av systemet?

Statsminister Wen Jiabao har tidligere selv flørtet med tanken om demokrati. Denne gangen nøyde han seg med å peke på behovet for bedre ”checks and balances”. Men om han virkelig skal ha bedre kontroll og balanse, kommer man da utenom en form for demokrati?

”I vesten er det kanskje en tendens til å overvurdere holdbarheten av (det kinesiske) regimet”, står det å lese i en leder i Financial Times 1. mars i år. Skribenten er inne på noe der.

10. mars 2011

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

April 2011

### ETTER FINANSKRISEN

---

**De siste par årene har Kina inngått avtaler med en rekke land om bruk av kinesiske renminbi (RMB) i internasjonal handel. Hensikten er å minske avhengigheten av den amerikanske dollaren. Men så lenge Kina ikke vil tillate fri handel i verdipapirer, vil ikke RMB bli noe alternativ til USD som den ledende, globale valutaen.**

---

På den internasjonale finanskrisen står det "Made in America". I ettertid må vi si at de pengepolitiske myndighetene i USA håndterte situasjonen godt. Når tilliten de private bankene imellom forsvant, og likviditeten internasjonalt tørket inn, etablerte Fed (den amerikanske sentralbanken) bytteavtaler med andre lands sentralbanker. Det sikret den nødvendige tilgangen på dollar for oppgjør i internasjonal handel, slik at varebytte mellom land ikke skulle stanse opp på grunn av manglende likviditet.

#### **Kineserne vil gjerne fakturere mer i egen valuta**

Men, tenkte vel kineserne, om handelen med andre land var i renminbi (RMB) snarere enn i dollar, ville den avhengigheten vi har av USA på dette punktet forsvinne. Mens over 90 prosent av importen til USA faktureres i dollar, og enda mer av eksporten, blir bare en brøkdel av Kinas handel fakturert i RMB. For å øke denne andelen har Kina de siste par årene inngått avtaler med en rekke land om bytteavtaler i valuta der hensikten er å legge til rette for å bruke RMB som fakturerings- og oppgjørsv valuta.

Men hva skal land som akkumulerer overskudd i RMB, gjøre med disse overskuddene? La dem ligge som valutaeserver i sentralbanken? Det forutsetter at kinesiske myndigheter åpner opp for at midlene kan investeres i rentebærende papirer i Kina. Om en gradvis appresiering



av den kinesiske valutaen finner sted, vil slike reserver gi god avkastning. I tillegg kommer en diversifiseringsgevinst. Men så lenge RMB ikke er fullt ut konvertibel, vil likviditeten av verdipapirer i denne valutaen være dårlig. Det gjør dem lite egnet som valutaeserver i andre lands sentralbanker.

### **Endringer i det internasjonale monetære systemet**

I mars 2009 lot den kinesiske sentralbanksjefen verden få del i hans tanker om behovet for reform av det internasjonale monetære systemet. Han går her inn for at Special Drawing Rights (SDR), som er en trekkrettighet som IMF med ujevne mellomrom tildeler medlemslandene, skal ta over noe av den amerikanske dollarens internasjonale rolle.

Verdien av SDR beregnes ut fra en kurv av fire valutaer; den amerikanske dollaren, euro, japanske yen og britiske pund. For tiden utgjør SDR om lag syv prosent av verdens samlede valutaeserver. SDR brukes nesten ikke i private transaksjoner. Den mangler således likviditet. Når SDR skal brukes som oppgjør i transaksjoner mellom land, må den først omgjøres til en valuta. Eller som professor Charles Wyplosz sier: "SDRs can be seen as a store of value waiting to be converted into dollars to be used as a medium of exchange."

Den amerikanske dollaren har ikke inntatt sin rolle som ledende internasjonal valuta gjennom bevisste, internasjonale beslutninger. Like lite som man kan beslutte at esperanto skal overta for engelsk som det ledende språket internasjonalt, kan man bestemme at kinesiske renminbi, eller spesielle trekkrettigheter i IMF for den saks skyld, skal ta over for den amerikanske dollaren som den ledende internasjonale valutaen. Man kan gjerne ønske det. Men det er noe annet.

Om dollaren skal detroniseres som den fremste verdensvalutaen, må det skje gjennom fremveksten av bedre alternativer. Over tid vil nok euroen kunne ta større plass. Og etter hvert også den kinesiske RMB. Men vi må trolig flere tiår frem i tid før dollarens ledende posisjon for alvor er truet.

Én ting kan dog svekke dollarens rolle – vedvarende og høy amerikansk inflasjon. Om slik inflasjon går sammen med relativt lave amerikanske renter, vil sentralbanker som sitter med dollarreserver, som People's Bank of China (PBOC), tape kjøpekraft over tid. For USA derimot kan inflasjon være et hensiktsmessig virkemiddel for å få ned realverdien av sin statsgjeld på. Ettersom andre land eier mye av denne gjelden, blir dette en "billig" måte for amerikanerne å håndtere sitt statsfinansielle problem på.

Opplegget til Ben Bernanke, sjefen i Fed, om å tilføre markedet økt dollarlikviditet ved å kjøpe tilbake amerikanske statsobligasjoner for 600 milliarder dollar gjennom de første åtte månedene i 2011, legger forholdene til rette for tiltakende amerikansk prisstigning.

### **Et to-delt valutamarked**

Kontroll på kapitalbevegelsene en helt sentral del av kinesisk penge- og valutapolitikk. Hva kan det da komme av at flere banker i Hong Kong har begynt å ta imot innskudd i RMB? Hensikten med disse innskuddene er at Kina i økende grad vil tillate å la RMB blir anvendt

som oppgjørsv valuta for eksport og import. RMB-konti i Hong Kong, og etter hvert også andre steder, kan da være tjenelig.

Vanskeligere er det å forstå hvorfor McDonald's i 2010 la ut et obligasjonslån i RMB i Hong Kong som ble mer enn fulltegnet. Disse pengene er ment investert i Kina. Men de kan ikke fritt føres over til McDonald's konto i en kinesisk bank på fastlandet. Om de det kunne, ville rentepolitikken som PBOC fører, blitt underminert av private aktører. Eller den faste valutakursen ville komme under press. Men styring av både rente og valutakurs vil ikke de kinesiske myndighetene gi fra seg. RMB på konto i bank i Hong Kong vil forbli separert fra RMB på konto i bank i Kina.

Et todelt marked for RMB, med ulike renter og ulike valutakurser, kan være i ferd med å vokse frem. Trolig vil ikke de kinesiske myndighetene at markedet for RMB utenfor Kinas grenser skal bli for stort. Det tar seg dårlig ut med for stor prisforskjell på dollar målt i renminbi i ulike markeder. Men et visst omfang må internasjonaliseringen av RMB ha om den i økende grad skal anvendes som betalingsmiddel i for andre lands handel med Kina.

### **En gradvis appresiering av RMB?**

I løpet av det første tiåret i det nye århundre har privat konsum som andel av BNP falt dramatisk i Kina; fra 45 prosent av BNP til 35 prosent av BNP. Det er etterspørselen fra realinvesteringer og eksport som har gjort det mulig for Kina å ha så sterk vekst i sin produksjon. I perioden 2002-2007 vokste eksporten med i gjennomsnitt 29 prosent per år og realinvesteringene med i gjennomsnitt 24 prosent.

Eksport er noe vi driver med for å kunne importere. Realinvesteringer er noe vi driver med for å kunne produsere mer senere. Eksport og realinvesteringer er således midler for å nå et mål – økende materiell velstand i form av økende forbruk.

Den realøkonomiske utfordringen i Kina består i å vri produksjonens sammensetning over til konsum. Ved å la RMB appresiere, vil kjøpekraften til husholdningene stige, og konkurranseevnen til kinesiske foretak svekkes. Foretakene i Kina vil da i større grad fokusere på den innenlandske etterspørselen, og i særlig grad på innenlandsk forbruk, hvilket er en ønsket utvikling. I tillegg vil en appresierende renminbi legge en demper på inflasjonen.

For å lykkes med en slik strategi er det viktig at kinesere føler ro for at staten i større grad vil dekke utgifter til helse, pensjon og skole. For om staten satser mer her, vil den enkelte kineser kunne koste på seg å spare noe mindre, og å bruke, dvs. forbruke, noe mer. Større innsats fra det offentlige hva gjelder helse, skole og pensjon fordrer økte skatteinntekter, noe de kinesiske myndighetene er opptatt av og eksperimenterer med.

Et alternativ til en gradvis appresiering av valutaen, er raskere lønnsøkninger i Kina i årene som kommer. En kombinasjon kan være på sin plass; en styrt og forsiktig appresiering i kombinasjon med lønnsøkninger utover veksten i produktiviteten.

14. april 2011  
Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside  
<http://home.bi.no/fag87025/>

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Mai 2011

### OM DEN POLITISKE UTVIKLINGEN I RUSSLAND

---

**Demokratiet som Russland har utviklet siden Sovjetunionen gikk i oppløsning i 1991, fungerer ikke så bra. Oligarkene har forsynt seg grovt av landets rike ressurser. Putin går av som president, men kommer tilbake som statsminister. De åtte årene frem til 2007 kunne 11 av de 15 republikkene i det tidligere Sovjetunionen vise til større økonomisk vekst enn Russland.**

---

I desember 1991 var Russland atter Russland, og ikke lenger en republikk innunder Sovjetunionen. Boris Jeltsin hadde overlistet Mikhail Gorbatsjov, Sovjetunionens siste president, som ble stående tilbake uten noe land. Slik den engelske kongen, som ble hetende Johan uten land, hadde erfart flere hundre år tidligere.

#### **Boris Jeltsin – en karismatisk, men svak leder**

Hvem husker ikke Jeltsin i august 1991, stående på en tanks, foran parlamentsbygningen i Moskva, talende til folket? En karismatisk leder som der og da snudde stemningen og stanset statskupp i Sovjetunionen. Noen måneder senere meldte han Russland ut av unionen som dermed gikk i oppløsning.

Senere gikk det ikke så bra. Jeltsin lot en håndfull oligarker slå til seg enorme verdier. De ranet landet. Som motstykke gav disse forretningsmennene – eller røverne – Boris Jeltsin sin støtte politisk og økonomisk.

Den samme Boris var en ivrig begersvinger. Så ivrig at noen møter med utenlandske notabiliteter måtte avlyses – særlig hvis de var ment å finne sted på morgenkvisten. Slike hendelser gav nok russere en litt flau smak i munnen.

Jeltsin gav Russland en grunnlov. Han ble selv landets første, valgte president. Gjenvalgt ble han også. Men før hans andre periode var over, bestemte han seg for å gå av. Den temmelige ukjente Vladimir Putin, som Jeltsin hadde utpekt til statsminister, tok midlertidig over som president i januar 2000. Slik reglene tilsier når den sittende presidenten i Russland går av før tiden han er valgt for er ute. I mars samme år ble Putin valgt til ny president, med knapt flertall. Og fire år senere gjenvalgt med stort flertall – hele 71 prosent av de avgitte stemmene gikk til ham.

### **Putin tukter oligarkene**

Oligarkene, de få, men enormt rike forretningsmennene som Jeltsin hadde støttet – og støttet seg på – trodde de skulle få lett spill med den tidligere obersten, nyvalgte president Putin. Hadde de ikke klart å holde rimelig kontroll på den mektige og vanskelig forutsigbare Jeltsin? Da burde det gå greit med Putin også. Men her forregnet oligarkene seg kraftig. Så kraftig at Putin lot en av dem, Mikhail Khodorkovskij, som hadde slått til seg Yukos Oil, bli puttet i fengsel. Hvor han fortsatt sitter.

Putin manøvrerte snedig og godt. Lokale myndigheter mistet makt. Medias frihet og uavhengighet ble kraftig beskåret. Putin selv tok et stadig strammere grep om tøylene. En betydelig renasjonalisering av næringslivet fant sted. I dag produseres en betydelig del av bruttonasjonalproduktet i statseide foretak. Oligarkene kom snart til å angre på støtten de hadde gitt den tidligere etterretningsoffiseren. Khodorkovskij slo til seg rikdom på en tvilsomt vis. Men rettsaken mot ham var ikke upartisk. Det er langt frem til Russland er en rettsstat.

Under Putin har den jevne russer opplevd en betydelig bedring i sin levestandard. Og kan i større grad enn under Jeltsin løfte hodet, vel vitende at hans land – Russland – på noen områder er en aktør som nyter global aktelse og innflytelse. Dette gjelder særlig på energiområdet, som verdens største eksportør av gass og neste største av olje. Både til land i Europa og i Asia.

Men det er fortsatt enorme sosiale problemer i landet. Arbeidsledigheten er høy, alkoholisme og misbruk av narkotika er utbredt, og folketallet synker. Både lave fødselstall og lav forventet levealder bidrog til at folketallet sank med 3 millioner mennesker i Putins tid som president.

### **Status som supermakt kommer neppe tilbake**

Men Sovjetunionens status som supermakt ved siden av USA, kan dagens Russland se langt etter. I ettertid må vi si at statusen som supermakt var sterkt inflatert. Uansett hvor hardt Khrusjtsjov slo med skoa i talerstolen i FN og hissig brølte, med adresse til Amerika, ”enten dere liker det eller ikke, historien er på vår side, vi skal begrave dere” – Sovjet var aldri i nærheten av å kunne gjøre USA rangen stridig som størst og sterkest.

Putin, og sikkert mange russere med ham, beklager sterkt oppløsningen av Sovjetunionen. Bedre å være den mektigste republikken i Sovjetunionen og å bli lyttet til og tatt på alvor av resten av verden, enn å være en selvstendig nasjon med en stor fortid, men en mindre ærefull nåtid og en usikker fremtid.

### **Et samfunn som sliter**

Den økonomiske fremgangen i Russland under Putin skyldes vel så mye høye energipriser som en strukturell omlegning av økonomien. I de åtte årene frem til 2007 kunne 11 av de 15 tidligere republikkene i det tidligere Sovjetunionen vise til større økonomisk vekst enn Russland.

Om Russland lykkes med å komme med i Verdens handelsorganisasjon (WTO), ville det kunne bidra til økonomisk fremgang, slik Kina erfarte etter inntreden i WTO i desember 2001. Fra både USA og EU sin side er det greit at Russland blir med. Men Georgia stenger. Dette lille landet som Russland invaderte for noen år siden, vil ha mer igjen av andre for å slippe Russland inn.

Selv om Russland i navnet er et demokrati, er det mye som mangler av det rammeverket som et velfungerende demokrati krever. På listen der nasjoner rangeres etter lovstyrthet – eller "Rule of Law" – finner vi Russland i nederste tyve prosent. Fravær av lovstyrthet kombinert med en liten maktelite på toppen, legger forholdene godt til rette for korrupsjon. Tidligere statsminister under Jeltsin og ledende reformpolitiker Jegor Gajdar, som døde for halvannet år siden, sa det slik:

"The end of socialism does not automatically create a competitive free market, but can lead, as it has in Russia, to a dangerous version of capitalism where the bureaucracy considers the state its property and uses its mechanisms for personal enrichment."

### **Medvedev tar over, men Putin henger med**

Da Putins andre presidentperiode var i ferd meg å ebbe ut, overrasket han de fleste med å gå inn som leder av partiet Det forente Russland, for deretter sterkt å fremme kandidaturet til Dmitrij Medvedev som ny president. Den personlige prestisjen Putin hadde opparbeidet, i tillegg til partiapparatet han fikk kontroll på, gjorde at Medvedev vant presidentvalget i 2008 klart. Han fikk 71 prosent av stemmene – en like stor andel som Putin selv hadde fått, fire år tidligere.

Som forventet pekte Medvedev ut Vladimir Putin som sin statsminister. Som således ble værende i rollen som toppolitiker i Russland, om enn med en noe annen portefølje.

Om man med demokrati forstår ryddig utskiftning av ledere gjennom valg, kvalifiserer ikke Russland til denne betegnelsen. Eller som Sergej Kovaljov, en kjent menneskerettsforkjemper i Russland, sier:

"I imagine – with both sorrow and certainty – that the Byzantine system of power has triumphed for the foreseeable future in Russia..... democratic mechanisms have been

liquidated, transformed into pure imitation. I am afraid few of us will live to see the reinstatement of freedom and democracy in Russia”.

## **2012 blir et spennende år**

Etter loven kan Putin stille som kandidat ved presidentvalget i 2012. For dem som følger utviklingen i Kreml nøye, er hovedfokus for tiden på relasjonen mellom Dmitrij Medvedev og Vladimir Putin. Føler Medvedev seg etter hvert sterk nok til å stille som kandidat for en ny periode som president uansett hva Putin måtte ønske? Øyner vi i Medvedev en mer reformvennlig politiker som ser behovet for politiske og økonomiske endringer? Og vil han ha kraft og evne til å gjennomføre nødvendige reformer om han blir valgt for en ny periode?

De fleste eksperter har liten tro på at de vil stille mot hverandre. Det er vanskelig å tenke seg at Medvedev skal kunne vinne et valg uten Putins støtte. Medvedev mangler både partiapparat og velgere.

2012 blir et spennende år i mange land. Valg på ny president i USA. Valg på ny president i Russland. Også Kina får ny president i 2012. Men der er spenningen så godt som fraværende. Folket blir ikke spurt. Xi Jinping heter han som allerede er pekt ut til å ta over makten.

Men den sittende presidenten, Hu Jintao, kommer garantert ikke inn bakveien som statsminister. Så demokrati og demokrati, fru Blom, Kina – i motsetning til Russland – blir i hvert fall kvitt sine gamle ledere.

6. mai 2011

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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

## EKSTRA

Mai 2011

### **RUSSLAND – MER INFLØKT ENN SOM SÅ**

I 1998 var Russland nærmest bankerott, på vei mot anarki. Gajdars og Tsjubais' drastiske reformer hadde ikke fungert etter hensikten. Et anarki i Russland ville verken russere eller resten av verden være tjent med. Noe måtte gjøres, men hva? Det er med dette bakteppet dagens ledere i Russland må vurderes.

Et poeng som er underkommunisert i Vesten, er at den russiske befolkningen var totalt uforberedt på demokrati, et demokrati de ikke hadde bedt om, men som ble påtvunget dem. Russere er autoritetstro, med inntil paranoid angst for myndighetene. De er politisk passive inntil det absurde. Russere anser myndighetene for korruperte maktmisbrukere. For hvordan skulle de ellers ha kommet til makten?

Russere anser derfor politikk som noe griseri, noe man bør holde seg lengst mulig unna. I sosialismens fedreland, der fellesskapsfølelsen burde være velutviklet, vet alle at staten er din fiende, og at du må sørge for deg selv, din familie og dine venner. Det finnes knapt et land i verden der befolkningen er så uinteressert i fellesskapets tarv som Russland. Nyheten om idealene fra den franske revolusjon har ikke helt nådd den russiske befolkning, skjønt det første franskinspirerte opprøret fant sted i 1825 (dekabristene).

De fleste russere anser at verden består av to omtrent like store og viktige deler, nemlig Russland og alle de andre (Vesten inkludert i Den tredje verden). Som en sa til meg (om den gule fare): Kina – det er jo et *lite* land. Jeg måtte frem med globusen og befolkningstallene, veksten i BNP osv., men det hjalp ikke.

Russerne anser seg som et "stort" folk, antagelig det "største", med den aller mest gloriøse historie i kunst, vitenskap, kløkt og makt. Konfrontert med det faktum at landet til alle tider har vært tilbakeliggende (renessansen kom aldri, kapitalismen kom sent, demokratiet er sin

vorden etc.), kan de bli ganske harme. Jeg beskrev en gang Grieg som en stor komponist blant mange små, overfor en russisk pianistinne, og møtte forståelse, men da jeg føyde til "akkurat som Tsjaikovsky", ble det slutt på den festen. De har ikke forstått at det var Shakespeare som var stor, ikke engelskmennene. For når Tolstoj er stor (de liker ikke Dostojevskij), så er det russiske folk også stort.

At russerne på egenhånd klarte å ta livet av mellom 50 og 70 millioner av sine egne mellom 1917 og 1953, vil de ikke høre om. Det må ha vært noen andres skyld. Og de som trivdes under kommunismens siste par-tre tiår (de fleste), liker ikke spørsmålet om prisen kanskje var litt høy for denne trivselen. Som en sa, med et selv for Russland manglende skarpsinn: Hvis det til enhver tid satt 15 millioner i arbeidsleire under Stalin, så hadde de vel gjort noe galt, da. Og hvis russere i Norge hører at Åslaug Haga leier ut hønsehuset til pakistanere, sier de triumferende: Der ser du. Der har du dette demokratiet ditt! Og dere skal liksom være bedre enn oss!

Korrupsjonen er endemisk. Du har gjerne med en konfekteske til legen ved konsultasjon. Russere drikker. Morgen, middag og aften. Forventet levealder for menn var på det verste nede i 51 år. Nå er den oppe i 58. Innbyggertallet synker. Det er meget vanskelig for en kvinne å finne seg en brukbar mann, hvilket fører til mange underlige konstallasjoner og mye moro for de brukbare (man har på russisk det kjente uttrykket sekretutka, en universell sammenstilling av sekretær og prostituert – du får ikke uten videre en velfortjent sekretærstilling i det private, hvis du ikke også er ung, pen og velvillig). Til gjengjeld er russere helt ualminnelig hjertevarme, sosiale og sjarmerende, og det er svært vanskelig å ikke bli glad i dem.

Det er vanskelig for vestlige kommentatorer å huske på at russerne nærmest gikk fra livegenskapet rett inn i Stalins terror og deretter havnet i klørne til Tsjubajjs og Gajdar. Der satt de og glippet med øynene: Alt som var riktig i går, var galt i dag. Alle russere mistet slekt under terroren, alle russere har slekt og venner som går til grunne i dag. Alle russere har et sår på sjelen. Gorbatsjov, den regjerende stalinist som egenhendig fra sin enevoldsposisjon frigjorde Russland, nyter ingen respekt. For de moderne er han den siste sosialist, for de gammeldagse den første forræder. Med hvilken rett sammenligner vi Russland med nasjoner der demokratiet utviklet seg nedenfra og organisk over århundrer?

Det vi i Vesten krever av Russland, litt uten sans for historiske proporsjoner, er det de faktisk fikk under Jeltsin - full frihet til å ødelegge seg selv. Realpolitikere av den gamle skole (det er fortsatt mange av dem) ser seg bedre tjent med et svakt enn med et sterkt Russland. Det du kaller invasjonen av Georgia, var Georgias invasjon (nattbombing over en uforberedt by) av en region (Sør-Ossetia) som Sovjetunionen administrativt hadde overført til Georgia, slik Khrusjtsjov i sin tid ga bort Krim (og flåtebasen) til Ukraina, i den klare forståelse at det jo ikke spilte noen rolle hvor grensene gikk. Ossetinerne føler ikke noe kulturelt fellesskap med Georgia og ønsket aldri å være en del av Georgia, men i vestlig presse ble dette en *russisk invasjon*.

Ifølge Fridtjof Nansens bøker om Kaukasus (han skrev fire strålende bøker om Russland) er ossetinerne våre nærmeste slektninger. Æsene brøt opp fra Asov-havet (derav navnet) da Romerriket begynte å skrante. Noen dro nordover og andre sydover. På flatmark ble de assimilert, men i fjellene bet de seg fast, Odin ("den første") i Norge, og ossetinerne i Kaukasus, de kaukasiske Æser.



Så etter Jeltsin måtte noe gjøres. Etter min vurdering er folket et langt større problem for Russland enn de lett autoritære Medvedev og Putin. Jeg tror de begge har det mål at Russland skal innta en verdig plass i verdenssamfunnet, med en normal økonomi og et normalt demokrati. Men veien dit går ikke gjennom Jeltsin-politikk. Jeg tror ikke noe på de påståtte motsetninger mellom Putin og Medvedev. Slike motsetninger er mat for kremlinologer, og kremlinologer tar alltid feil. Ledelsen utgjør et team der Putin vel er strategen, og ut fra alder og grunnlov kan de bytte på å være president i omtrent 40 år til.

Det er statskontrollert TV i Russland, og alt som sies om Vesten der, ledsages av mistenksomme kommentarer, nøyaktig slik vi skriver mistenksomt om Russland.

Putin, Medvedev og den russiske patriarken er daglig på skjermen. Hensikten er å få russerne til å slutte opp om nasjonen i respekt for konstitusjonen og staten, i tillit til fremtiden. Det er vanskelig med demokrati i land der opinionen instinktivt mistror staten, mistror enhver stat. Til gjengjeld er det masse samfunnskritikk i russisk fjernsyn. Den er bare ikke rettet mot statens organer og øverste representanter. Høytstående byråkrater dømmes for korrupsjon fort vekk, Moskvas eksborgermester Lusjkov ligger tynt an akkurat nå, men det er ikke så lett når alle ledd er korrupte, det ligger i blodet, hele veien nedover i byråkratiet og utover i næringslivet. Gatebarn, dårlige veier og falleferdige boligblokker får masse oppmerksomhet, og de ansvarlige får en mikrofon stukket opp i nesen hver dag. Putin og Medvedev er antagelig de to minst korrupte i Russland.

Putin innførte "vertikalen", med statlig utnevning av regionale guvernører – et nødvendig skritt mot lokale, korrupte småkonger, så vidt jeg kan forstå. Putin har egenhendig skapt partistrukturen i Russland, med et høyreparti, som han selv leder, et arbeiderparti som velvillig opposisjon, kommunistene, og liberaldemokratene, hvis leder Sjirinovskij bjeffer atskillig mer enn han biter. Fordi det ikke fantes noen samfunnsklasser, fantes det heller ingen ordentlige politiske partier. Det du ikke har, må du lage, og det gjorde Putin.

Under Jeltsin var Dumaen lammet av folk som satt der for å tjene penger. Det var ikke noe ordentlig samarbeid mellom utøvende og lovgivende myndighet, omtrent som i Norge på 1800-tallet. Regjeringens lovforslag kunne ikke vedtas, Dumaens vedtatte lover kunne ikke sanksjoneres, og Jeltsin måtte styre ved dekret. Det kom da også til væpnet konflikt mellom statsmaktene i 1993.

Jeg vil tro at Putin har tenkt å bruke sin enorme autoritet (i ordets beste forstand) så langt den rekker, ennå i noen perioder, med det for øye å normalisere Russland. Han vil at det russiske folk skal gjenvinne selvrespekten og respekten for staten, dens organer og dens religion. For dypest sett vet jo alle russere, "store" som de er, at det er noe som skurrer i storheten. De oppfører seg som litt for barske gutter, som må barske seg for å skjule sin usikkerhet. Jeg er altså optimist, selv om veien frem er kronglete. Det er dessverre fortsatt slik i Russland at både katastrofene og de gode reformer kommer ovenfra. Slik må det nok være en liten stund til.

Og tro det eller ei, Putin oppfattes ikke som en kald fisk, men som hjertevarm og emosjonell. I tillegg har han et kjølig og rasjonelt intellekt, og handlekraft så det holder. En stor strateg.

Nydalen, 11. mai 2011

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Juni 2011

### LÅNGIVERNE MÅ MED

---

**Ved å ta euroen i bruk forsakes muligheten til å redusere verdien av statens gjeld via høyere inflasjon og en svekket valuta. En direkte nedskrivning av det offentlige gjeld, såkalt restrukturering, blir desto vanskeligere å unngå. Solvensproblemer i euroland har blitt behandlet som likviditetsproblem. Her er man snart ved veis ende.**

---

Et grunnleggende prinsipp i 1999 da Den økonomiske og monetære union (ØMU) ble etablert i EU, og euro innført som felles mynt, var at hvert enkelt land alene skulle hefte for sin statsgjeld. For å sikre at det enkelte euroland holdt seg på matta, ble den såkalte Stabilitets- og Vekstpakten vedtatt. Denne pakten tilsa maksimum statsgjeld tilsvarende 60 prosent av bruttonasjonalproduktet, og maksimum underskudd det enkelte år tilsvarende tre prosent.

I de første årene med felles mynt, da tidene var gode, unnlot eurolandene å bygge opp reserver. I stedet la mange land seg nær grensen for det tillatte. Så da tidene ikke lenger var så gode, ble det vanskelig å holde seg innenfor grensene. Stabilitetspakten virket som en hemske på den økonomiske politikken mente mange, og en unødige sådan. Italias statsminister Romano Prodi, som tidligere hadde vært formannen i EU-kommisjonen, kalte den for en "Stupidity Pact". Om det var pakten eller Prodi som var mest "stupid", kan det være ulike meninger om.

#### Tyskland bryter Stabilitetspakten

Men ikke bare Club Med landene brukte for mye penger. Tyskland, selve garantisten for stabilitet og en nøktern økonomisk politikk, opererte i flere år med for store underskudd i statsfinansene. Da tyskerne stod i fare for å måtte betale en bot i form av å deponere et beløp

tilsvarende en kvart prosent av BNP på rentefri konto i Den europeiske sentralbanken, hendte det som så ofte hender – regler endres når de mektigste bryter dem.

Men dermed forsvant også legitimiteten av pakten. Jeg synes det er rart at ikke tyskerne den gangen så rekkevidden av denne beslutningen. Hvordan hadde statsfinansene i Hellas vært i dag om tyskerne i 2005 i stedet hadde sagt: ”Ja, vi har ikke maktet å holde orden i eget hus. Klart vi tar konsekvensene av det. Her er penga. På rentefri konto i Den europeiske sentralbanken.” Kjøpere av statsobligasjoner ville for mange år siden forlangt en høyere risikopremie på PIGS-landens statsgjeld. Som måtte ha skjerpet seg tidligere. Og dagens gjeldskrise i EU ville vært betydelig mindre. Hvilket ville betydd at den regningen Tyskland nå får, for å redde Hellas, Irland og Portugal i første omgang – og hvem vet i neste? – blir enormt mye større enn tapte renteinntekter på et moderat innskudd i ESB.

### **Insolvens er problemet – ikke bare manglende likviditet**

Krisen i Hellas har til nå blitt håndtert som om det er en *likviditetskrise*. Verdien er der, men penga, eller likviditeten, er midlertidig fraværende. Det gjelder bare å fremskaffe cash på kort og mellomlang sikt. Gi tid til at verdier synliggjøres og frembringes. Så vil roen atter senke seg over land og folk. Og tingene fungerer som de skal.

Hvordan har det gått i Hellas siden krisen brøt ut for vel ett år siden? Fra vondt til verre. Om man ikke så det den gang, at en *solvenskrise* var på gang, hvordan går det an i dag ikke å innse at insolvens – fravær av verdier – er problemet?

Ved insolvens må tap tas. Det blir et bikkjeslagsmål om å unngå å ta tap. Så langt har aktørene i finansmarkedet vunnet alle slagsmålene. All statsgjeld til Hellas har blitt betjent etter skjema. Etter 12-14 måneder med innstramninger i offentlige utgifter og økte skatter og avgifter, vokser statsgjelden ufortrødent. Hellas er kommet inn i en vond sirkel. Troen på at gjelden ikke lar seg betjene, gjør at markedsrenten på greske statslån nå er på tosifret nivå. I denne situasjonen har Tyskland og andre euroland etablert mekanismer som sikrer billigere lån til Hellas enn hva markedet er villig til å yte. Men dermed bryter Tyskland prinsippet om at hvert enkelt euroland har ansvar for egen statsgjeld.

### **Euroen overlever gresk insolvens**

Igjen må vi spørre, hvorfor denne atferden fra tysk side? Fordi en forestilling har dannet seg om at eurosamarbeidet vil gå i oppløsning og euroen forsvinne, om eiere av greske statsobligasjoner ikke får sine penger fullt ut tilbake. At en så liten del av euroland som Hellas, med vel tre prosent av samlet verdiskapning, skal vippe euroen av pinnen, virker usannsynlig. Politikere som tror på denne historien, blant dem trolig kansler Angela Merkel, ser spøkelser ved høylys dag.

Om tyskerne i stedet hadde hatt en mer avslappet holdning til Hellas og latt grekerne misligholde sine statslån, hva ville konsekvensene vært? Som eiere av greske statsobligasjoner ville mange tyske banker tatt tap. Eventuelle problemer med finansiell stabilitet i Tyskland ville i så fall vært ytterst relevant tema for tyske politikere. Men det følger ikke at Tyskland og andre land av den grunn skal opptre som ”lender of last resort” til

Hellas. Dessuten er store tap på greske statsobligasjoner allerede bokført i banker der markedsverdier legges til grunn.

### **Med fravær av egen sentralbank blir risikoen for mislighold større**

Konsekvenser av felles mynt var langt fra godt nok forstått i 1999 den gangen euroen så dagens lys. Likviditetsproblemer som over tid kan føre til solvensproblemer, ligger innbakt i et system der det enkelte land ikke lenger selv har anledning til å utstede egne penger. I et ferskt notat kaster professor Paul De Grauwe ved University of Leuven lys over denne problemstillingen.<sup>7</sup>

Den belgiske professoren konstaterer at selv om Storbritannia har større statsgjeld og større løpende underskudd på statsbudsjettet sitt enn Spania, er markedet ”snillere” med britene enn med spanjolene. Rentene på britiske statsobligasjoner ligger godt under tilsvarende spanske renter. Og det til tross for høyere inflasjon i Storbritannia enn i Spania.

Med sin egen sentralbank og sine egne penger vet alle at britiske myndigheter kan innfri sine nominelle forpliktelser i pund. Eier du engelske statsobligasjoner, vil Bank of England sørge for å fremskaffe nødvendig likviditet til dekning av løpende renter og til endelig innfrielse av hovedstol. Ikke slik i Spania. Den spanske sentralbanken er en filial under Den europeiske sentralbanken i Frankfurt. Og har ikke lenger retten til utstedelse av egne penger. Risikoen for at eiere av spanske statsobligasjoner ikke skal motta den lovede kontantstrømmen, er større enn ditto for eiere av britiske. Hvilket fører til ”significantly higher default risk on Spanish than on UK government bonds”, konkluderer professor De Grauwe.

### **Restrukturering av gjeld via valutakursen**

Storbritannia har møtt den økonomiske krisen med kraftige finanspolitiske innstramminger. I pengepolitikken derimot, har britene vært aggressive og dristige. Styringsrentene har vært holdt lave, og tilførsel av likviditet vært rikelig. Det har resultert i en kraftig svekkelse av pund mot euro hvilket har gitt britene en velkommen forbedring i konkurranseevnen. Når eksport og produksjon tar seg opp, øker statens inntekter. Balansen i statsfinansene bedres. Det gir tillit til britiske statspapirer. Rentene forblir lave. Britene kommer inn i en god sirkel.

Sett at du som nordmann for fire år siden måtte velge mellom å plassere hundre tusen kroner enten i britiske statsobligasjoner eller i greske, begge med fire år i gjenværende løpetid. Renten den gang var omtrent den samme. Hvilken investering ville gitt den beste avkastningen? Den greske, så klart. Pundet har falt med over tredve prosent mot norske kroner i løpet av de siste fire årene, mens euroen har falt med bare fire prosent.

En ”skjult” restrukturering av gjeld via valutakursen er det knapt noen som letter på øyelokket over. En ”åpen” restrukturering av den greske statsgjelden, der verdien på hovedstol og/eller kupongrenter skrives ned, er til nå blitt sett på som helt utenkelig.

---

<sup>7</sup> ”The Governance of a Fragile Eurozone”, April 2011.

## **Långiverne må med**

Ved å ta euroen i bruk forsakes muligheten til fordeling av tap via høyere inflasjon og en svekket valuta. Da burde man i desto større grad legge til rette for restrukturering av statsgjeld. Det motsatte har vært den politiske linjen. Gjeldsproblem i euroland har blitt behandlet som likviditetsproblem.

For Hellas er dette en lite produktiv tilnærming. Hellas har et solvensproblem. Det er på tide at långiverne til den greske stat er med og bringer landet tilbake på fote.

25. mai 2011

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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

## Working Paper Series

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

## Working Paper Series

- 6/09**                    **Isachsen, Arne Jon**  
En dag med China Daily
- 7/09**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Scener fra en finanskrise
- 1/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Finanskrisen – Konsekvenser for USA
- 2/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Korrupsjon i Kina – Kommet for å bli?
- 3/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Om spekulasjon i valutamarkedet
- 4/10**                    **Steigum, Erling**  
Norsk økonomi etter 1980 – fra krise til suksess
- 5/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Fortellinger om samfunnet
- 6/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Hva Kina vil
- 7/10**                    **Isachsen, Arne Jon**  
Kinas makt
- 1/11**                    **Børsum, Øystein**  
Exchange Rate Risk in the Government Pension Fund Global
- 2/11**                    **Isachsen Arne Jon**  
Penge- og valutapolitikk i Kina
- 3/11**                    **Alstadheim Ragna**  
Om nye virkemidler i pengepolitikken – avgrensning mellom pengepolitikken og finanspolitikken
- 4/11**                    **Isachsen Arne Jon**  
Økonomi er risikosport

## Norges Bank Watch Report Series

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

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](mailto:cme@bi.no) <http://www.cme.no>

ISSN 1503-3031