

Working Paper Series 7/09

# SCENER FRA EN FINANSKRISE

Arne Jon Isachsen  
CME/BI

Desember 2009



Centre for Monetary Economics  
BI Norwegian School of Management

## **SCENER FRA EN FINANSKRISE**

Hva er så viktig med industrien?.....	2
Kan Vesten redde Afrika? .....	6
Helsevesenet i USA – mulig å forandre? .....	10
Euro – begynnelsen på slutten? .....	14
Scener fra en finanskriser .....	18
Verden vil forbauses.....	23

Dette arbeidsnotatet setter sammen Månedsbrevet for årets seks siste måneder

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Juli 2009

### HVA ER SÅ VIKTIG MED INDUSTRIEN?

---

**Industri – eller mer generelt virksomhet i internasjonal konkurranse – er med på å gi norsk næringsliv for øvrig og norsk offentlig forvaltning noe å måle seg opp mot. En mal for effektiv ressursutnyttelse. Om denne sektoren blir for liten, kan resultatet bli en mindre veldrevet norsk økonomi sett under ett.**

---

Eivind Reiten, tidligere sjef for Norsk Hydro, dro debatten i gang. Om vi ikke passer oss, vil norsk industri være faretruende liten når virkningene av den finanskrisen som verden nå er midt oppe i, er over. Det kan ligge an til en varig knekk for norsk industri. Det betyr at arbeidsplasser forsvinner og tradisjonell eksport synker.

Med en rik stat som kan bruke oljepenger uten særlige hemninger, vil ulempene på kort sikt være små. De som mister jobben i industrien, finner arbeid i offentlig virksomhet. En stadig større statlig sektor vil imidlertid føre til at de økonomiske utsiktene for landet på lang sikt ikke er lyse. Dessuten spiser vi av formuen som var ment å komme fremtidige generasjoner til gode.

Men hva er så viktig med industrien? Et par avklaringer er på sin plass før vi ser nærmere på dette spørsmålet.

#### **Eksport gir mulighet for import**

Hvorfor driver vi egentlig med eksport? Fordi eksport gir mulighet for import. Eller, som vi sa før, at utførsel av varer og tjenester gir rom for innførsel av andre varer og tjenester. Er det egentlig noen annen grunn til at vi som nasjon skal la andre land få del i hva vi lager? Ploger og jarlsbergost, som vi sender ut av landet, kommer folk i andre land til gode. Mercedeser og bananer som vi fører inn i landet, kommer oss til gode. Sistnevnte betales med dollar og euro

som salget av førstnevnte bringer inn. Egentlig ville vi gjerne spist all jarlsbergosten selv. Men vi må avstå fra det om vi også vil ha bananer på bordet.

## **Verdiskapning og eksport er to forskjellige ting**

”Kinas eksport utgjør snart 40 prosent av landets bruttonasjonalprodukt (BNP)”, er en type utsagn vi stadig leser. Men gir det god mening? Nei. BNP er et merverdibegrep og eksport er et bruttobegrep. Tenk deg en bedrift i Kina som produserer mobiltelefoner der alle delene er importert, og der hele produksjonen går til eksport. La utfakturert eksport for tusen dollar kreve importerte komponenter for seks hundre dollar. BNP-bidraget eller merverdien som den kinesiske bedriften har tilført de importerte komponentene ved å sette dem sammen til mobiltelefoner, blir da fire hundre dollar. Regnestykket her er analogt til hvordan en bedrift setter opp sitt momsregnskap for betaling av merverdiavgift.

Omsetning og merverdi er to forskjellige ting. Men i makroøkonomiske analyser blir de ofte stilt sammen. I så fall sammenligner man epler og pærer. For Singapore er eksporten betydelig større enn BNP. Nå skjønner du hvordan det kan være mulig.

Tilbake til Kina. Siden mye av Kinas eksport nettopp er basert på å sette sammen importerte komponenter til ferdige produkter, er BNP-innholdet i Kinas eksport mindre enn i mange andre lands eksport. Det å si at eksporten *utgjør* 40 prosent av Kinas BNP, gir feil assosiasjoner. Den merverdien Kina har tilført eksporten utgjør kanskje bare halvparten av dette, dvs. 20 prosent.

## **Hva er så viktig med industrien?**

Norsk industri er av verdi fordi her lages ting vi selv har glede av. Og fordi eksport av norske industriprodukter gir mulighet for import av varer og tjenester vi kan glede oss over. Noe mer? Ja, industrien har virkninger utover dette. Ikke primært i egenskap av industri, men i egenskap av å konkurrere internasjonalt, og det så fillene fyker.

Industri – eller mer generelt virksomhet i internasjonal konkurranse – er med på å gi norsk næringsliv for øvrig og norsk offentlig forvaltning noe å måle seg opp mot. En mal for effektiv ressursutnyttelse. Om denne sektoren blir for liten, kan resultatet bli en mindre veldrevet norsk økonomi sett under ett.

Foretak som driver sin virksomhet i fri, internasjonal konkurranse står i konstant fare for å bli valgt bort. Kundene kan foretrekke en annen leverandør. Nettopp faren for ikke lenger å være den fortrukne gjør at man må skjerpe seg. Det gjelder å være målrettet. Gjøre de rette tingene. Utvikle de rette produktene. Med god kvalitet og til konkurransedyktige priser. Flytte deler av produksjonen utenlands før det er for sent. Et evig jag og mas. Om andelen av dem som jobber under harde, internasjonale konkurransevilkår blir for liten – synker under kritisk masse – kan norsk økonomi generelt, og noe uspesifisert, bli skadelidende.

## Har industrien noe å lære bort?

Norske industribedrifter som lykkes, hva har de å lære bort? Måltetthet. Lite dill. Det er i grunne et godt ord. Er det mye dill på din arbeidsplass? Vi koser oss. Diller. Er dilletanter. Kan ta oss råd til det om vi ikke kan velges bort. Nettopp det at man kan velges bort, bidrar til at det dilles mindre i konkurranseutsatt enn i skjermet virksomhet.

Stadig går industribedrifter konkurs. Det virker sobrende på de gjenværende. Man må ha fokus – ikke sløse med ressursene. Sykehus går ikke konkurs. De eies og drives av det offentlige. Og har monopol på å tilby de fleste typer helsetjenester.

”Mer helse ut av hver krone” er et godt slagord. Professor Kjetil Storesletten ved Universitetet i Oslo mener at norske sykehusleger ville jobbe like mye selv med lavere lønn. I så fall ville det bli mer penger til andre ting; medisiner og utstyr, sykepleiere og hjelpepleiere. Og således mer helse ut av gitte bevilgninger. Lavere lønn for sykehusleger, snarere enn høyere, ville videre gjøre det mer attraktivt å forske, mener Storesletten. På sikt gir det økte kunnskaper og bedre legetjenester. Helsevesenet penses inn i en god sirkel. Som statlig ansatte og med fravær av konkurrenter har sykehuslegene en sterk forhandlingsposisjon. Realismen i Storeslettens forslag er liten.<sup>1</sup>

Flykapteiner i SAS derimot har møtt veggen. Først ved tiltakende konkurranse internasjonalt. Dernest ved at Norwegian kom i luften. Med økte valgmuligheter for passasjerene risikerer SAS i økende grad å bli valgt bort. En mer effektiv utnyttelse av ressursene må til om konkurs skal unngås. Og lønningene til flykapteinene i SAS kan ikke fortsette å stige til himmels.

## Fokus på industri, gir det økonomisk vekst?

For fattige land som ønsker å bli velstående land, har økonomer og andre over tid lagt frem et utall av anbefalinger. Et varig bidrag som ser ut til å stå seg godt over tid, er at land som lykkes med økonomisk vekst, har en utadvendt strategi, dvs. satser på å øke sitt økonomiske samkvem med andre land. Men rent konkret, hva skal man satse på? Hvilke typer varer og tjenester bør produseres med sikte på eksport?

Tradisjonell teori basert på komparative fortrinn tar utgangspunkt i ressurstilgangen i landet. Har man mye arbeidskraft, virker det rimelig å skulle eksportere varer og tjenester som bruker mye arbeidskraft. Er landet relativt rikelig utstyrt med kapital, kan eksport av varer og tjenester som er kapitalintensive i sin produksjon, virke mer tilforlatelig.

I andre fremstillinger legges det vekt på det institusjonelle apparatet. At her er et fungerende demokrati og lover og regler som etterleves.

En tredje type teori har fokus på utdanning. Noen mener allmenn utdanning – at alle kan lese og skrive – er det viktigste. Andre legger vekt på at duksene får et godt tilbud og kan dra andre med seg.

---

<sup>1</sup>”In trying to alter a climate of conduct, it is encouraging to bear in mind the fact that each vicious circle entails a virtuous circle if the direction is reversed”, skriver nobelprisvinner Amartya Sen i boken *Development as Freedom* fra 1999 (side 278).

I et ferskt arbeid hevder professor Dani Rodrik ved Harvard University at fattige land som ønsker å bli rike, bør produsere samme type varer og tjenester som rike land produserer. Professoren belegger sin påstand med å peke på alle de suksesshistoriene som nettopp har lagt en slik strategi til grunn. Fra Japan fra midten av 1950-tallet og fremover, til Kina fra tidlig 1980-tallet og fremover – men som enda har en lang vei å gå før det er ”middels velstående”, som målet er – med Taiwan, Sør-Korea og Singapore imellom, dvs. som alle tre startet opphenting etter Japan men før Kina. Man starter med enkel industri – produksjon av konsumvarer – for etter hvert å satse på fremstilling av mer avanserte kapitalvarer.

I Latin-Amerika kan Chile passe beskrivelsen til professor Rodrik. For Vest-Europa, land som Irland og Spania. For Øst-Europas vedkommende synes Tsjekkia og Polen å te seg slik professor Rodrik foreskriver.<sup>2</sup>

Hva slags teori bygger denne anbefalingen på? Bak økonomisk vekst ligger kompliserte prosesser. Å skulle fokusere på relativ ressurstilgang, det institusjonelle oppsettet eller utdanning blir for partielt. Det er samvirket mellom alle disse tingene, og mer til, som gir økonomisk vekst. Resultatet av veksten ser man i form av hva rike land produserer. Disse landene har stort sett stokket beina riktig – fått til det de fattige landene strever med å få til. Snarere enn å studere i detalj hva som skal til av input, går Rodrik løs på output. Med fokus på output følger nødvendig input. En utadvendt markedsøkonomi der kontrakter holdes, folk har stadig bedre utdanning og eiendomsretten respekteres. Hvilket i seg selv er verdifulle elementer i utviklingen av det gode samfunn.

## Norge nå

Med bekymring på mange hold om en norsk industrisektor i stadig nedgang, hva kan man gjøre? Generelle tiltak av mange slag legges stadig på bordet. Lavere arbeidsgiveravgift, raskere avskrivninger, gunstigere låneordninger. Regjeringen er klar på at tiltakene i størst mulig grad skal være generelle, gjelde alle, snarere enn spesifikke, rettet inn mot enkeltbedrifter. Det er bra. Hva som er mindre bra, ja nesten bekymringsfullt, er at kanskje den viktigste generelle støtten for norsk industri for tiden er tøynd til det ytterste. Det er den svake kronen jeg har i tankene. Om prisen på én euro lå rundt åtte kroner snarere enn litt under ni, og på én dollar nærmere fem og en halv krone snarere enn i overkant av 6,20 kr, ville det være langt mer ødeleggende for norsk industri enn om lønnsøkningen noen år på rad var på seks-syv prosent snarere enn tre-fire. Kronkursen kan vi imidlertid vanskelig gjøre noe med. Så lenge verden er preget av finanskrisen får vi håpe at marginale valutaer som vår egen forblir lite ettertraktet og således holder seg svake i lang tid fremover.

30. juli 2009

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

---

<sup>2</sup> Se <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/Growth%20after%20the%20crisis.pdf>

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

August 2009

### **KAN VESTEN REDDE AFRIKA?**

---

**Vår forståelse av hva som skal til for å skape vekst og utvikling i fattige land, er mindre enn mange tror. Bistandsmiljøene er preget av inflaterte forventninger til hva u-hjelp fra Vesten kan bety for den økonomiske utviklingen i Afrika. Incentiver som bistand skaper, må det legges langt mer arbeid i å forstå. Kanskje bistand til å utvikle gode vaner er det beste man kan gjøre for andre?**

---

Kjente økonomer, popartister og politikere går stadig i bresjen for å redde Afrika. Jeffrey Sachs, Bob Geldorf og Tony Blair, for å nevne noen. De store omveltningene og de ambisiøse målene gir de store overskriftene, og kanskje også de store pengene. Bak ligger en overdreven tro å hva ekstern bistand kan bidra med for å skape vekst og utvikling i andre land.

#### **Betydelig bistand fra Vesten**

Over årene 1960-2006 har vestlige land til sammen gitt over 700 milliarder dollar i bistand til Afrika, regnet i kjøpekraften til dagens dollar. Kanskje mer informativt, medianlandet i Afrika, dvs. landet midt på – med like mange som får mer, som like mange som får mindre – mottok i perioden 1990-2006 u-hjelp tilsvarende 37 prosent av de offentlige utgiftene i landet (BNP). En så stor del av utgiftene (ikke nødvendigvis offentlige utgifter) dekket utenfra, befester eksisterende maktstrukturer. Store pengegaver fra andre land gjør myndighetene mindre lydhøre overfor folkets ønsker. Andres penger fremmer verken utvikling eller demokrati.

Vi vet mindre enn folk flest tror om hva som skal til for økonomisk vekst og utvikling. Selv Verdensbanken erkjenner at man egentlig skjønner lite av hva som kreves for suksess: "Ulike tiltak kan gi samme resultat, og samme tiltak kan gi ulike resultat." Men vi vet at utvikling og demokrati må komme innenfra, og at ansvarlige myndigheter som sikrer stabile økonomiske og politiske rammebetingelser, er avgjørende for å lykkes.

I de siste fire tiår har den økonomiske veksten i Afrika vært på linje med økningen i befolkningen. Det gir uendret levestandard. For å tro at bistand har bidratt til økonomisk vekst i Afrika, må man også tro at veksten pr. innbygger ville ha vært negativ i fravær av bistand. Det er mulig. Men vanskelig å tro. Land som lykkes med økonomisk vekst og utvikling, er sjelden store mottakere av andres penger.

## **Utvikle gode vaner**

Om u-hjelp øremerkes til bygging av en vei som myndighetene likevel ville bygge, er de nye pengene egentlig for frie midler å regne. Når andre betaler for veien, kan myndighetene omdisponere egne midler fritt. Således er det ikke godt å vite hva slags aktiviteter u-hjelp egentlig fremmer.

Et meget robust resultat i u-landsforskningen er at bistand ofte skaper økt korrupsjon. Det gjelder særlig i land med stort etnisk mangfold, hvilket preger de fleste land i Afrika. I denne sammenheng har Jeffrey Sachs gått inn for at korrupte regjeringer burde få mer u-hjelp. For dermed å kunne finansiere tiltak til bekjempelse av korrupsjonen. Andre stiller seg tvilende til en slik politikk.

”Capacity-building” har lenge vært et moteord i bistandspolitikken. Det gjelder å bygge opp et ikke-korrupt embetsverk som tenker langsiktig og på hele befolkningens beste. Som allokterer penger til investeringer og ikke forbruk, og gjøre det på en effektiv måte. Forskning viser klart at dette ikke er enkelt.

Kanskje kan vi si det slik at økonomisk fremgang krever gode vaner? For et land så vel som for den enkelte. Hvordan utvikle gode vaner blir i så fall utfordringen. Spare jevnt, arbeide hardt, ta mer utdanning, være presis, ærlig og ordholden.

## **Mål som ikke innfris**

I en serie av UNESCO-møter tidlig på 1960-tallet ble målet om skolegang til alle innen 1980 klart nedfelt. Da dette ikke skjedde, ble det på nye toppmøter i FN besluttet at målet skulle nås innen år 2000. Men tusenårsskiftet kom uten at løftet var innfridd. På FNs Millenium Development Goals toppmøte samme år var det atter enighet om det samme målet – alle barn på skolen – denne gangen innen 2015.

Tilsvarende er målet om bedre infrastruktur med rent vann og gode sanitære forhold til alle en gjenganger. At man ikke når de oppsatte målene fører sjelden til noen endring i atferd. Ofte er reaksjonen bare mer av det samme. Løfter gjentas. Innfrielse uteblir.

Stadig å gjenta mål som ikke innfris, gjerne med nye navn, er et godt eksempel på sykliske moter i u-hjelpen. Villighet til læring er liten. Slik atferd vitner om inflaterte forventninger til hva bistand fra Vesten kan bety for den økonomiske veksten i Afrika.

Ivrige giverland må være langt mer beskjedne i ambisjonene om hva de kan få til ved å sette opp mål, og mye mer ambisiøse i å prøve å forstå hvilke incentiver bistand skaper. For den enkelte, for de ulike institusjonene, og for myndighetene. Alle aktørene har sine incentiver og sine interessegrupper å forholde seg til. Virkningene av u-hjelp blir uklare.

## **Større pakker**

Tidlig på 1980-tallet introduserte både IMF og Verdensbanken "Structural adjustment loans" som hurtig kunne ytes, gitt at mottakerlandene "adjusted" sin strukturpolitikk i en vekstvennlig retning. Disse lånene var ingen suksess, verken i Afrika, Latin-Amerika eller Midtøsten. Land fikk lån gjentatte ganger uten at de avtalte, strukturpolitiske tiltak ble iverksatt. Siden mottakerlandene visste at Verdensbanken hadde press på seg til å bruke opp sine utlånskvoten til det enkelte land, var trusselen om ikke å yte lån lite troverdig.

Svært få akademiske studier finner vekstfremmende effekt av "Structural adjustment loans". Noen studier konkluderer med at virkningen for den økonomiske veksten var klart negativ. I analyser gjennomført av IMF og Verdensbanken er konklusjonene ofte mer positive.

"Structural adjustment loans" innfridde ikke forventningene. En bedring av de makroøkonomiske forholdene i det enkelte land fant ikke sted. Ettersom den økonomiske fremgangen uteble, lot ikke lånene seg tilbakebetale. I 1996 ble deler av disse lånene ettergitt. I 2005 ble så godt som all den gjenværende gjelden her strøket.

Mens store, strukturelle omveltninger påført av idealistiske utenforstående ikke ser ut til å gi de ønskede resultatene, finnes det eksempler på at enkle grep innenlands gjør det. Da myndighetene ble kjent med resultatene fra en studie som viste at bare 13 prosent av penger fra de sentrale myndighetene til grunnskolen i Uganda nådde frem, ble tiltak iverksatt for å sikre at denne prosentandelen økte. Men myndighetene gikk lenger. De lot lokalavisene offentliggjøre "intended transfers" til den enkelte skole. Dermed kunne foreldre følge med. Og resultatet uteble ikke. En presentsats på 13 gikk opp til 80. Åpenhet på det lokale planet bidro til ønsket endring i atferd. Eller bedre vaner.

## **Fra prosjektbistand til militære intervensjoner og gjenoppbygging**

Når den økonomiske veksten uteblir til tross for omfattende u-hjelp, peker man i bidragsmiljøene ofte på at det er noe mer som må til. Andre ting som må på plass først før hjelpen utenfra har de gode virkningene. På den måten utvides agendaen for u-hjelp. Villigheten til læring svekkes. Det blir vanskelig å parkere en politikk som virkningsløs eller direkte ødeleggende dersom man alltid kan trekke frem en uteglemt, nødvendig betingelse.

Utenlandsk bistand omfatter tidvis også militære intervensjoner og gjenoppbygging av krigsherjede land. Om utenlandske aktører forventes å betale ut lokal krigsherrer, skaper dette incentiver til å skaffe seg større makt. Dess mer makt, dess mer kan man forlange for ikke å bruke denne makten. Og vold kan tas i bruk for å utvide sitt maktgrunnlag. På denne bakgrunn kan man stille spørsmålsteget ved om militære intervensjoner utenfra er noe positivt bidrag for gjenoppbygging av "failed states". Og også om det forholder seg slik mange hevder at "failed states" ikke kan komme på beina ved egne grep.

Man kan således lure på om "giverlandskonferanser" i etterkant av borgerkriger har noe for seg. Forventninger om slike konferanser er med på å øke størrelsen på den forventede potten. Og dermed gi incitament til de ulike fraksjonene innen et borgerkrigsherjet land om ikke å gi seg.

## Hvem har ansvaret?

Økonomisk vekst og utvikling er ikke noe andre kan gjøre for en. Det gjelder for den enkelte så vel som for et land. Andre kan i noen grad bidra ved å legge forholdene til rette. Men beslutninger, atferd og ansvar kan man ikke ta fra det enkelte mennesket like lite som man kan ta det fra det enkelte land.

31. august 2009

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

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

September 2009

### HELSEVESENET I USA – MULIG Å FORANDRE?

---

**Om USAs helsevesen ikke brukte mer ressurser enn det britiske, regnet i prosent av BNP, ville innsparingene vært mer enn nok til å finansiere hele det amerikanske forsvaret. En skjev inntektsfordeling og konsumentenes frie valg ved kjøp av helsetjenester er noe av forklaringen på den enorme ressursbruken i helsevesenet i Amerika. President Obamas satsing på å reformere dette vesenet oppleves av mange som "uamerikansk". Det fører til en meget følelsesladet debatt.**

---

President Barack Obama har gitt seg ut på farefull ferd når han nå satser tid og krefter, penger og prestisje på å reformere det amerikanske helsevesenet. Vil det gå med ham som det gikk med Hillary Clinton? Som fru president Bill Clinton tok hun mål av seg å bidra til en gjennomgripende reform av USAs helsevesen. Uten suksess. Vil hennes nye sjef lykkes bedre denne gangen enn hennes egen ektemann for halvannet tiår siden?

#### **Helsevesenet i USA koster for mye**

Forventet levetid i Storbritannia er vel ett år lenger enn i USA. Den allmenne helsetilstanden i UK er kanskje bedre enn i Amerika. Mindre fedme og mindre satsning på å holde folk i livet noen måneder ekstra kan tyde på det. Likevel, utgiftene til helse tar bare 9 prosent av bruttonasjonalproduktet i UK mot hele 16 prosent i USA. Når vi vet at det amerikanske forsvarsbudsjettet tar om lag 5 prosent av BNP, fremkommer følgende ligning, alt regnet i prosent av BNP:

Helseutgifter i USA (16 %) > Helseutgifter i UK (9 %) + Forsvarsutgifter i USA (5 %)

Om Amerika over natten kunne "importere" det britiske helsevesenet, ville besparelser i utgifter til helse dekke mer enn forsvarsutgiftene til verdens eneste gjenværende supermakt.

Problem nummer én med det amerikanske helsevesenet er at det legger beslag på altfor mye ressurser.

## **Følelsene settes i sving**

Problem nummer to er den ujevne fordelingen – ikke alle har tilgang på helsetjenester i Amerika. Ikke alle er trygdet, ville vi sagt. Ikke alle er forsikret, sier amerikanerne. Forskjellen i ordbruk her gjenspeiler forskjell i finansieringsmodell. I Norge står staten for hovedtyngden av produksjon og betaling av helsetjenester. I USA er helsevesenet i hovedsak et privat anliggende både hva gjelder produksjon og betaling.<sup>3</sup> En vanlig modell er at arbeidsgiver betaler helseforsikring for sine ansatte. Så lenge du har jobb, har du råd til å bli syk. Men om jobben flakser, går sykeforsikringen med i dragsuget. I så fall gjelder det mer enn før å holde seg frisk og rask.

I Norge betaler vanligvis ikke arbeidsgiver helseforsikring. Ettersom staten stort sett dekker helseutgiftene i Norge (som utgjør 10 prosent av BNP), er det en form for tvungen helseforsikring her i landet – vi betaler over skatteseddelen. Mens helsevesenet i stor grad er et privat anliggende i USA, er det et offentlig anliggende hos oss. At statens klamme hånd skal overprøve den enkeltes beslutninger, herunder disponering av egen inntekt, oppleves som ”uamerikansk” av mange. I Amerika skal folk ta vare på seg selv. Hjelp fra familie og venner, kirken og naboen er greit. Men ikke fra staten.

Det Obama prøver på, etter mange amerikaneres oppfatning, er å øke statens inngripen i den enkelte borgers liv. Det ble akseptert under krisen på 1930-tallet da president Franklin D. Roosevelt innførte sin New Deal politikk. Et stykke på vei reverserte president Ronald Reagan denne utviklingen. ”Regjeringen er ikke en del av løsningen, men del av problemet”, hevdet han fem tiår senere. Hvem tror Obama at han er? En ny Roosevelt? Helsedebatten i USA er mer følelsesladet enn nordmenn flest evner å forstå.

Om lag 45 millioner amerikanere av en befolkning på litt over 300 millioner har ingen helseforsikring. Ikke få av dem som er forsikret, har utilstrekkelig dekning. Den nøden det skaper ser man daglig på gaten i landets hovedstad, Washington D.C. Hvordan kan det ha seg at helsevesenet legger beslag på en større andel av ressursene i USA enn i noe annet land samtidig som 15 prosent av befolkningen står utenfor dette vesenet?

## **For mange prøver og for mange jurister**

En viktig grunn til de store utgiftene til helse i USA er den skjeve inntektsfordelingen. Skjev inntektsfordeling kombinert med at den enkelte kan kjøpe så mye helsetjenester hun lyster bare lommeboken er fet nok, gjør at mange kanonrike bruker uforholdsmessig mye penger på helse. Hvis du får kreft og er rik, er det bedre å bo i Amerika enn i noe annet land. Mens vi må stå i helsekø, kan amerikanerne umiddelbart få de helsetjenester de ønsker, bare evnen og

---

<sup>3</sup> Medicare er et føderalt program som dekker helseutgifter til dem over 65 år. Medicaid er et program på delstatsnivå som dekker helseutgifter til fattige. For de neste ti årene forventes disse to programmene å vokse med 2,5 prosentpoeng *mer* enn BNP pr. år. Se side 4 hos Alan J. Auerbach og William G. Gale: [http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2009/06\\_fiscal\\_crisis\\_gale/06\\_fiscal\\_crisis\\_gale\\_update.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2009/06_fiscal_crisis_gale/06_fiscal_crisis_gale_update.pdf)

viljen til å betale for dem er der. Åpenbart er den det. Produksjonen av helsetjenester tar som sagt hele 16 prosent av verdiskapningen i landet.

En annen grunn til store helseutgifter er en sterk – og etter vår oppfatning underlig – tradisjon for å gå til sak om noe går galt. Leger og andre helsearbeidere er meget vare for i etterkant å bli anklaget for ikke å ha gjort en god nok jobb. Nettopp derfor tar man tyve prøver selv om all erfaring tilsier at to er nok. De atten ekstra innebærer penger ut av vinduet. Leger og sykehus på sin side betaler dyrt i forsikring mot uventede utgifter om pasienter eller pårørende går til sak og vinner. Altfor mange prøver og altfor mange jurister gjør det amerikanske helsevesenet altfor ressurskrevende.

På prinsipiell basis kan man si at det å motta helsetjenester kan være en *rettighet* som alle har krav på. Eller helsetjenester kan vurderes *på linje med andre goder* som den enkelte selv må skaffe seg. I Norge har vi alle rett på tjenester fra helsevesenet. I USA må den enkelte selv sørge for å få tilgang på slike tjenester, vanligvis gjennom en forsikringsordning.<sup>4</sup>

## Helsereformen er ikke gratis

President Obamas anliggende er todelt.

- Få ned veksten i helseutgiftene
- Se til at alle amerikanere har helseforsikring

Disse to målene lar seg vanskelig forene. Obama skjønner det og har egentlig gitt opp på det første. Et engangshopp i utgifter til helse er vanskelig å unngå om ytterligere 45 millioner amerikanere skal bringes inn i systemet. I den nylig fremlagte planen for en omorganisering av helsevesenet regner man med en økning i utgiftene på 900 milliarder dollar over de neste ti årene for å få 30 millioner flere amerikanere dekket av helseforsikring. Men, sier presidenten, disse pengene skal vi hente ved sterkere skattlegging av de rike. Og kanskje også ved økte avgifter på sukkersøt og feit mat som folk ikke har godt av. Helsereformen skal således ikke forverre statsfinansene.

Vel, vel.

De økte skatteinntektene kunne i stedet ha gått til delvis dekning av underskuddene i de amerikanske statsfinansene som ligger an til å bli på over fem prosent av BNP per år de nærmeste ti årene. Således klinger president Obamas utsagn om at helsereformen ikke skal forverre statsfinansene, noe hult.

## Helsereformer – hva med Norge?

Tredjepartsfinansiering kalles det når to parter samhandler økonomisk, men sender fakturaen til tredjemann. I USA til forsikringsselskapene som sikkert prøver å få utbetalingene så lave som mulig. Slik skadeforsikringsselskap her til lands gjør når verdien av en bil som er kjørt i fjellveggen, skal fastsettes. Men det er nok langt vanskeligere å holde utgiftene nede for høyteknologisk kirurgi enn det er å enes om verdien av en bil som må kondemneres.

---

<sup>4</sup> Noen superrike velger ikke å ha noen forsikring. De betaler heller helseutgiftene fortløpende.

I Norge er staten mottaker av fakturaer fra helsevesenet. Verken lege eller pasient har noen økonomisk interesse i at det skal spares på skillingen hva gjelder behandling. Men sykehus har det så lenge de er rammefinansiert og ikke kan kreve refusjon fra et forsikringsselskap eller folketrygden. Rett nok går mange sykehus med millionunderskudd, hvilket avføder mye skrik og skrål. Helse-Hansen har en oppgave få misunner ham – å få sykehusvesenet her i landet organisert på en bedre måte. Men hvordan tror du utgiftene til helse i Norge hadde vært om pengene fulgte pasienten, uten overordnet styring av rammene?

Det er vanskelig å komme utenom en form for rasjonering i helsevesenet dersom vi skal unngå omfattende sløsing. Når vi av gode fordelingspolitiske grunner ikke kan bruke prisen som rasjoneringsmekanisme, må vi akseptere noe rasjonering i form av køer og avviste behandlingsønsker. Fravær av prismekanisme og forbrukersuverenitet gjør det nødvendig at myndighetene stiller krav til sykehus og andre helseinstitusjoner. Og følger opp med kontroll av kvalitet og av ressursbruk. Imidlertid vil vi aldri klare å oppnå samme økonomiske effektivitet som i et marked der forbrukerne selv betaler tjenester fra konkurrerende, private produsenter.

23. september 2009

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

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Oktober 2009

### EURO – BEGYNNELSEN PÅ SLUTTEN?

---

**Om Økonomisk og monetær union i Europa (ØMU) blir sett på som en oppvarming for en politisk union, blir de politiske konsekvensene av innføring av euro vel så viktige som de økonomiske. En betingelse for at prosjektet felles mynt skal være vellykket – nemlig samme lave inflasjon som Tyskland – har flere land i ØMU ikke fått med seg.**

---

Den 9. november 1989 rives Berlinmuren. Veien legges åpen for et gjenforenet Tyskland. Kansler Kohl ser muligheten. Og griper sjansen. Elleve måneder senere blir de fem Länder som det tidligere Øst-Tyskland bestod av, innlemmet i Vest-Tyskland. Et samlet Tyskland fremstår, med om lag 80 millioner innbyggere.

#### **Monetær union som forspill til en politisk union?**

President Mitterand i Paris så med blandede følelser på denne utviklingen. Hadde ikke et mektig Tyskland to ganger tidligere i det tyvende århundre startet kriger så omfattende og grusomme at verden aldri tidligere hadde sett maken? Og hva kunne man vente av et nytt, sterkt germansk rike?

Kansleren i Bonn var heller ikke fremmed for de historiske linjene. For Kohl var det viktig at Tyskland fikk en så solid forankring i sitt nærområde som mulig. Eller som han sa ved gjenforeningen i oktober 1990: "Tyskland er vårt fedreland, det forente Europa er vår fremtid".

En monetær union så både Kohl og Mitterand som et viktig skritt i den integrasjonspolitikken for EU som de begge ønsket. Et stadig tettere samarbeid EU-landene i mellom, både økonomisk og politisk, ville bidra til et sterkere og mer sammensveiset Europa. Felles mynt i en monetær union, ville ikke det kunne varme opp for en politisk union? Sett i et slikt

perspektiv blir de politiske konsekvensene av en monetær union vel så viktige som de økonomiske.

Som motytelse for at Mitterands aksept av tysk gjenforening, måtte Kohl gi fra seg den tyske mark, hjørnstenen – og edelstenen – i tysk økonomi. Det Mitterand i realiteten forlangte, og som Kohl godtok, var at andre EU-land skulle få et ord med i laget når renten i Europa skulle bestemmes. Men hvordan få dette til? Felles mynt var løsningen.

Beslutningen om etablering av Økonomisk og Monetær Union ble fattet i Maastricht i Nederland i desember 1991, et godt år etter Tysklands samling. Spørsmålet om innføring av euro til erstatning for de enkelte landenes egne valutaer, som var blitt utredet og diskutert i stadig mer konkrete former fra midten av 1980-tallet, ble avgjort, sies det, ved en overenskomst mellom Mitterand og Kohl langs de linjer som her er skissert.

### **Felles mynt og en selvstendig sentralbank**

Mens mange land i etterkrigstidens Europa slet med høy inflasjon og nedskrivninger av sin valuta, stod den tyske marken fjellstøtt. Det gav sårt etterlengtet prestisje. Det rentenivået som Bundesbank bestemt, ble retningsgivende for andre land i Europa, i realiteten et gulv som andre lands renter bare sjelden lå under. Noen tiår etter den andre verdenskrigs slutt fremstod Tyskland som symbolet på og garantisten for monetær stabilitet.

Den 1. januar 1999 så euroen dagens lys.<sup>5</sup> Da var Den europeiske sentralbanken (ESB) etablert som sentralt organ for EUs pengepolitikk. Rundt bordet i Rådet, det bestemmende organ i Banken, satt sentralbanksjefen fra Tyskland, samt hans kollegaer fra ti andre land, nemlig dem som tok euroen i bruk fra starten av.

Retningslinjene for virksomheten til ESB var i stor grad tuftet på Bundesbanks erfaringer. Den nye sentralbanken fikk ansvaret for å holde inflasjonen lav. Selve måltallet – en årlig prisstigning på i underkant av to prosent – definerte Banken selv. I traktaten for ESB står det klart at den ikke har anledning til å ta i mot råd fra politikere eller fra andre EU-organer. For at den ønskede grad av stabilitet skal leveres, kreves armelengdens avstand til politikerne. Rentefastsettelsen er således et anliggende for teknokratene i Frankfurt (hvor ESB ligger) og ikke for politikerne i Brussel.

Det at ESB ikke er underlagt noen demokratisk valgt instans, gjør at spørsmålet om ”demokratisk underskudd” reiser seg. For at traktaten for Banken skal endres, kreves enighet blant samtlige EU-land, også dem som ikke har tatt euroen i bruk. En endring i traktaten for ØMU er således ingen enkel sak å få til.

### **Felles mynt forutsetter en ansvarlig finanspolitikk ....**

Med hovedfokus på lav inflasjon er det viktig at de enkelte EU-landene ikke driver en uansvarlig finanspolitikk. Statens utgifter må balanseres mot statens inntekter slik at ikke lånebehovet for det offentlige bli for stort og dermed driver den felles renten opp. For å se til at så ikke skjer ble en Stabilitets- og Vekstpakt bakt inn i avtalen. Underskuddene i

---

<sup>5</sup> Tre år senere kunne vi holde euro i hånden, som sedler og mynt.

statsfinansene ble begrenset til tre prosent av BNP, dog således at i nedgangstider, slik EU opplever nå, kan denne grensen overskrides.

Imidlertid regner ikke Frankrike med å være tilbake til tre prosent regelen før i 2015, mens Tyskland på sin side nylig har vedtatt en egen lov med strengere budsjett disiplin enn det ØMU forutsetter. Tanken om en felles finanspolitikk som støtter opp under en felles pengepolitikk, glipper. Og ØMU som et forspill til en politisk union, synes langt unna.

### .... og sammenfallende inflasjon

Tenk deg at prisnivået i Tønsberg øker med to prosent i året, mens det øker med fire prosent i Sandefjord. Med samme valuta begge steder – den norske kronen – blir også *lånerenten* den samme. Men det betyr lavere *realrente* i Sandefjord enn i Tønsberg. Lav realrente fører til økt låneetterspørselen. Eiendomsprisene i Sandefjord stiger. Aktiviteten i bygg- og anleggsbransjen likeså. Og husholdningenes gjeld øker. De som bor i Norges eldste by derimot er mer forsiktige. Eiendomsmarkedet tar ikke av på samme måte. Boligeierne føler seg ikke så rike. Den lånefinansierte byggeaktiviteten holdes på et lavere nivå.

Men etter den søte kløe kommer den sure svie. Om inflasjonen i Sandefjord år ut og år inn er det dobbelte av den i Tønsberg, drar stadig flere til Tønsberg for å shoppe. Handelsstanden i Sandefjord skvises. Om i tillegg reallønnsutviklingen er den samme i begge byene, vil næringslivet i hvalfangerbyen mer generelt erfare svekket konkurransekraft. Felles mynt for Sandefjord og Tønsberg er kanskje ikke så lurt?

Erstatt Tønsberg med Tyskland og Sandefjord med Spania. Konsekvensene på lang sikt av felles mynt med fravær av felles inflasjon er ikke hyggelige. Land som ikke makter å holde lønns- og prisstigningen i sjakk, og som tidligere var vant til å skrive ned sin valuta for på den måten å gjenvinne konkurransekraften, får problemer. En betingelse for at prosjektet felles mynt skal være vellykket – nemlig samme lave inflasjon som Tyskland – har flere land i ØMU ikke fått med seg.

### Hvordan ser fremtiden for ØMU ut?

I en tid da mange mener at USA er i ferd med å miste sitt lederskap globalt, både økonomisk og politisk, ville det ikke da vært passende om dollaren fikk avlastning som den dominerende internasjonale valutaen? Men med de strukturelle ubalansene som preger ØMU-landene i mellom, ser det ikke ut for at euroen kan erstatte dollaren som ledende verdensvaluta.

Vil den monetære unionen gå opp i liminga? Det er ikke lenger kun et spørsmål med akademisk interesse. Om arbeidsmarkedet og det politiske systemet i noen land ikke makter å levere lønns- og prisvekst på tysk nivå, ser de langsiktige utsiktene for ØMU dårlige ut. Det kan gå med Maastricht-avtalen som det gikk med Bretton Woods avtalen. Bretton Woods avtalen, som varte fra den andre verdenskrigs slutt og frem til desember mars 1971, var basert på at USA holdt lav inflasjon og at andre land holdt fast valutakurs mot dollar. Men når USA dro til med raskere prisstigning enn det Tyskland likte, gikk systemet på dunken. Kan det samme skje i ØMU? Svaret på det er ja.

En eventuell oppløsning av Europas monetære union kan enten skje ved at land som ikke makter å holde pris- og lønnsveksten nede, trekker seg ut. Eller ved at Tyskland tar tilbake marken som sin valuta. I førstnevnte tilfelle kan betalingsnektelse for statsgjeld langt fra utelukkes. Denne risikoen prises inn i markedet ved at effektiv rente på statsobligasjoner i samme valuta fra ulike land nå varierer langt mer enn tidligere.

## **Konsekvenser for Norge**

Når både dollaren og euroen nå har problemer, vil små, solide valutaer som vår egen krone, kunne komme mer i søkelyset og bli mer populære. Den styrkingen av kronen vi har sett det siste halve året kan komme til å fortsette i mange måneder til. Divergerende inflasjon Eurolandene som svekker euroens troverdighet, og en amerikansk dollar som snart ingen er interessert i å øke sine beholdninger av, kan skape problemer for bedrifter i konkurranseutsatt sektor i Norge.

Det nylig fremlagte statsbudsjettet kan forsterke faren for en for sterk krone. Når nå staten smeller til med utgiftsøkninger langt utover hva de fleste hadde forventet, vil skjermet sektor vokse kraftig. På arbeidsmarkedet må konkurranseevnen til foretak i skjermet sektor øke, på bekostning av foretak i den konkurranseutsatte. Det kan enten skje ved en sterkere krone eller ved tiltakende lønns- og prisvekst. Gitt at Norges Bank ikke vil godta inflasjon utover to-tre prosent, vil en realappresiering mest sannsynlig skje ved at prisen på dollar og euro, målt i norske kroner, synker.

Om aktørene i de internasjonale finansmarkedene ser årets statsbudsjett som et signal om at handlingsregelen for bruk av oljepengene nå er forlatt, og at konsekvensen på sikt er en sterkere krone, vil styrkingen av vår valuta komme raskere.

22. oktober 2009

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

Tidligere månedsbrev finnes på min hjemmeside

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

November 2009

### SCENER FRA EN FINANSKRISE

---

**Finanskrisen i USA har gitt troen på selvregulerende markeder en kraftig knekk. For å stable et skakkjørt finansvesen på beina bevilget Kongressen 700 milliarder dollar. I tillegg garanterte myndighetene for gjeld til finansforetak. Styringsrenten ble satt ned til null prosent. Og Fed gikk inn med betydelige lån til næringslivet.**

---

Mange forvaltere har Oslo Børs hovedindeks (OSEBX) som benchmark, dvs. måles mot den. Det gjør det fristende å replikere denne indeksen ved å eie aksjene som inngår i den, selv om man innerst inne mener at mange av aksjene her er overvurdert. Mer sofistikerte forvaltere er mer opptatt av hva andre formuesforvaltere gjør. Er det på mote å være overvektet i aksjer, vil jeg være det også. Med en portefølje temmelig lik den konkurrentene har, er man i godt selskap om det skulle gå dårlig. Jobben er rimelig sikker. Om OSEBX gir dårlig avkastning, og man har vært overvektet i aksjer, kan avkastningen sammenlignet med hva andre forvaltere har oppnådd fortone seg akseptabel. Flokkmentalitet kan være til hinder for at aksjekurser gjenspeiler verdien av egenkapitalen på en god måte.

Poenget om at markedene ikke alltid er rasjonelle, skal John Maynard Keynes ha formulert slik: "The market can stay irrational longer than you can stay solvent". Chuck Prince, sjefen for Citibank, har gjort seg selv udødelig med utsagnet: "As long as the music is playing you've got to get up and dance."

#### **Benchmark eller feite haler?**

Mens porteføljeforvaltere som er redde for å miste jobben, gjerne holder seg nær til andre forvalteres porteføljer, vil de som er mer opptatt av egen avlønning, gjerne velge en annen strategi. Med bonus basert på i hvilken grad man slår markedet, kan forvaltere av andres penger fristes av det som på fagspråket kalles "feite haler". Man tar seg betalt for meget risikofylte posisjoner, men der sjansen for at ulykken skulle være ute, er meget liten. Det gir

penger i kassa i dag. Man slår indeksen og får pene bonuser. I gode tider går det bra. Man tror på egen dyktighet. Og glemmer lett hvilken risiko man egentlig tar. Men om katastrofen inntreffer, hva da?

Et klassisk eksempel er salg av forsikring mot at en ”sikker” betaler ikke vil innfri sin obligasjonsgjeld. Credit Default Swap (CDS) kalles et instrument som kan brukes for dette formålet. Selgeren av en CDS tar betalt for denne forsikringen. Så lenge alt går bra, er det ingen utbetaling. Forvalteren kan lettere slå indeksen hun måles mot – CDS ligger ikke inn i den – og bonusen blir bra. Men når katastrofen inntreffer, kommer regningen. En forsikringspremie på kanskje et par prosent av pålydende er ikke mye å stå imot med. Videre vil den diversifiseringen av risiko som forvalteren trodde hun hadde, lagt på vei forsvinne når krisen inntreffer. ”Alt” går ned samtidig. Eierne hun har handlet på vegne av, mister skjorta.

I verdens største forsikringsselskap AIG hadde en liten gruppe meglere solgt CDS-er i bøtter og spann, i hovedsak på obligasjoner basert på pantelån av tvilsom kvalitet. Incentivene som den enkelte megler stod overfor, hadde oppmuntret til dette. I tillegg kom en ledelse helt uten interesse av motforestillinger mot denne satsningen, og en klokkeetro på at boligmarkedet ikke ville falle samtidig og over hele USA. Gjennom 2004 og 2005 hadde långivere i det amerikanske subprime markedet, dvs. andre finansforetak som Merrill Lynch og Goldman Sachs, kjøpt CDS hos AIG, og på den måten blitt kvitt risikoen ved sine boliglån til folk med dårlig betalingsevne. Fantastiske ettusenmilliarder dollar i pantelån hadde AIG ansvaret for.<sup>6</sup>

Da finanskrisen var et faktum høsten 2008, gikk også AIG med i dragsuget. Den amerikanske stat måtte umiddelbart punge ut med 85 milliarder dollar for å hindre at selskapet kollapset. Konsekvensene ved at kredittforsikringsmarkedet brøt sammen, ble vurdert å være mer enn et skjørt finansmarked kunne tåle.

## **Redningsoperasjoner for bank- og finansvesen**

I juni 2006 da George W. Bush hadde vel to og et halvt år igjen i Det hvite hus, overtok Henry M. Paulson som finansminister. Hank, som han ble kalt, kom fra jobben som toppsjef i Goldman Sachs, den mest profitable investeringsbanken på Wall Street. Året før hadde han hanket inn over 38 millioner dollar i lønn og bonus, den høyest betalte av alle i gata. Skifte av jobb innebar en nedgang i lønn og bonus på niognittioenhalv prosent.

Mandag 15. september 2008 går Lehman Brothers konkurs. Fredag i samme uke, etter intens jobbing, holder finansminister Hank Paulson en pressekonferanse hvor han blant annet sier:

”The underlying weakness in our financial system today is the illiquid mortgage assets that have lost value as the housing corrections has proceeded. These illiquid assets are choking off the flow of credit that is so vitally important to our economy.”

Smak på uttrykket ”housing correction”. Her har myndighetene sovet i årevis. De har latt renten være kunstig lav altfor lenge. De har unnlatt å regulere finansinstitusjonene på egnet vis. De har lagt til rette for at folk kan ta opp lån for å kjøpe eget hus som ikke burde gjort det. De har oppfordret til kreative finansielle løsninger langt utover det som er sunt og forsvarlig.

---

<sup>6</sup> For en god beskrivelse av det som hendte, se artikkel av Michael Lewis i *Vanity Fair*, August 2009.

Resultatet er et boligmarked som sprekker – prisene skal ned med 40 prosent. Ved en kjede av uoversiktlige finansransaksjoner spres tapene til finansinstitusjoner og sparere langt utenfor Amerikas grenser. Og så snakker man om noe så tilforlatelig som en ”housing correction”.

Boligeiere som ikke kan betjene sin gjeld, er bare toppen av isfjellet. Lenger ned finner vi banker og andre finansinstitusjoner som er i samme situasjon; altfor liten egenkapital. Når investeringsbanker hadde utlån på hundre dollar basert på egenkapital på tre, skal det ikke mye nedskrivninger til på aktivsiden før egenkapitalen er borte. Med frykt for en slik utvikling blir det ikke mulig å fornye eller rulle rundt den kortsiktige finansieringen. Og banken må ”File for Chapter Eleven” som det heter i USA, dvs. få beskyttelse mot sine kreditorer og de krav disse har.<sup>7</sup>

Hvorfor hadde bankene så lav egenkapital? I gode tider vil avkastningen på investert kapital ligge godt over fundingkostnadene, dvs. renten som banken låner penger i markedet til. Det betyr at avkastningen på egenkapitalen går opp når gjeldsgraden gjør det. Og sjefene kan glede seg over fetere bonuser. Økende ”leverage” snakker man om når man på en gitt egenkapital øker opplåningen, for på den måten å kunne utvide virksomheten. Baksiden av denne mynten er dårligere evne til å stå imot dårligere tider.

Bemerk en klar asymmetri her. Bonus betales ut basert på årets overskudd. Men betales ikke tilbake når underskudd oppstår. For en vanlig aksjonær er det ikke slik. Der er regelen som i ekteskapet – man holder sammen i gode som i onde dager. Med mindre man skiller seg fra sin tidligere kjære. Eller selger aksjene.

Oppsiden når det går bra, fordeles mellom aksjonærene og ledelsen. For banker som er ”too big to fail”, ligger mye av nedsiden på myndighetene. I Norge lot vi aksjonærene tape alt i de bankene der myndighetene gikk inn. I USA har man ikke gjort det. Nasjonalisering av bankene – selv om den kun er midlertidig – klinger dårlig i amerikanske ører. Dessuten satt tidligere, nåværende og potensielle ansatte i Goldman Sachs rundt alle sider av bordet.

## Hvem bestemmer?

Hvem bestemmer hvilke disposisjoner en bank skal ta; aksjonærene eller ledelsen? Aksjonærene skulle man tro; ledelsen er jo bare eiernes representanter. Men om ledelsen i realiteten bestemmer det meste, vil det kunne gi sterkere fokus på kortsiktige gevinster. Risikofylte prosjekter der en betydelig del av innbetalingen finner sted ved inngåelse av kontrakten, mens eventuelle tap først blir kjent senere, kan fortone seg mer interessant for ledelsen som er opptatt av årets bonus, enn for aksjonærene som har fokus på den langsiktige verdiutviklingen til aksjen. Et slikt resonnement måtte tidligere sentralbanksjef Alan Greenspan ty til da han i ettertid skulle forklare hva som var skjedd. Hans ideologiske overbevisning om at eiernes interesser dominerer i et privatkapitalistisk system, fikk en knekk.

---

<sup>7</sup> I et selskap som oppnår beskyttelse under Chapter Eleven, får styret vanligvis 120 dager å på seg til å forhandle med kreditorerne med sikte på å skape en ny basis for selskapet. Konvertering av gjeld til egenkapital er her en mulig løsning. I denne perioden er det begrenset hvilke typer vedtak styret kan treffe.

Om mange, store banker samtidig går i "Chapter Eleven", vil kredittformidlingen langt på vei stanse opp, og økonomien stå i fare for å bryte sammen. Hvordan sikre at så ikke skjer? Løsningen som amerikanerne valgte, bestod av tre elementer. Penger for å kjøpe ut dårlige lån i bankene; penger til å gå inn med som egenkapital i bankene; og en generell garanti for innskudd og lån til banker og andre finansinstitusjoner.

Etter først å ha mislyktes maktet Hank Paulson og Ben Bernanke, som overtok etter Greenspan i februar for snart fire år siden, å få Kongressen med på en redningspakke på 700 milliarder dollar til bank- og finansvesenet i USA. Det første forsøket var basert på et notat på snaue fire sider. Det andre på vel fire hundre. Inne i disse fire hundre lå det en god del "pork", dvs. fordeler av lokal natur som den enkelte representant i Kongressen kunne ta æren for i sin valgkrets, og således berede grunnen for gjenvalg.

### **Hvorfor 700 milliarder?**

"There's around \$11 trillion of residential mortgages, there's around \$3 trillion of commercial mortgages, that leads to \$14 trillion, roughly five percent is \$700 billion",

var regnestykket Neel Kashkari, som Hank hadde tatt med seg fra Goldman Sachs, rev av seg, da Hank spurte om hvilket beløp man skulle be Kongressen om for å redde et bank- og finanssystem som var kommet på knærne.

"As he plucked numbers from thin air even Kashkari laughed at the absurdity of it all."

Skriver Andrew Ross Sorkin i sin innsiktsfulle og morsomme bok *Too Big to Fail*. Hva det gikk om? Å få en så stor bevilgning som mulig, dvs. som Kongressen ville godta.

De 700 milliardene som Kongressen bevilget til TARP – Troubled Asset Relief Program – var ment å brukes til å kjøpe ut dårlige lån i bankene. Men til hvilken pris? Om prisen ble satt for høyt, innebar handelen en ren subsidiering av bankene. Om prisen ble satt "riktig", ville den kunne bli så lav at egenkapitalen til bankene hurtig ble spist opp. Bedre da, fant man etter hvert ut, å bruke en del av TARP-midlene til ny egenkapital i bankene.

Det tredje elementet i redningsoperasjonen, garantien for innskudd, som bankene betalte en premie for, var kanskje det viktigste. En tilsvarende garanti ble også gitt for andre lån til banker og for plasseringer i andre finansinstitusjoner. Det gjaldt å se til at folk hadde ro for at pengene var trygge uansett hvor de var plassert. Et "run" på én type finansforetak, for å gjøre om penger til kontanter eller flytte dem til andre typer foretak som myndighetene garanterte for, ville destabilisere det finansielle systemet.

### **En kreativ sentralbanksjef**

I tillegg til pakken som TARP utgjorde, vist Ben Bernanke stor kreativitet ved å la den amerikanske sentralbanken tre direkte inn i en mengde finansielle transaksjoner. I Norge fikk vi det såkalte "gullkortet", dvs. norske banker kunne bytte til seg statsobligasjoner mot

boligsikrede panteobligasjoner for på den måten å sikre likviditetstilførselen til banksystemet. I USA ble lignende tiltak iverksatt tidligere og i et mye større omfang. Dessuten gikk de over Feds bøker, og ikke over statens ved Finansdepartementet, som hos oss. På kort tid førte slike tiltak til nær en tredobling av balansen til den amerikanske sentralbanken. Hensikten var å se til at kreditten til næringslivet ikke tørket inn, men fortsatt å strømme dit den skulle, slik at den økonomiske aktiviteten i samfunnet ikke stoppet opp.

Et siste tiltak fra sentralbankens side for å demme opp for nedgangstidene var en aggressiv nedsettelse av styringsrenten. Fra fem og en kvart prosent i august 2007 til mellom null og en kvart prosent i desember året etter. Der ligger den fremdeles.

25. november 2009

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

Tidligere månedsbrev finnes på min hjemmeside

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Desember 2009

### VERDEN VIL FORBAUSES

---

**Manglende fantasi kan ligge bak overraskelser. Når det bare forskes på etablerte sannheter, blir man forbauset når de ikke holder. En krise virker oppkvikkende. Nå er det lov å hevde at sentralbanker kanskje bør gjøre noe med bobler så de sprekker.**

---

Hvorfor blir vi så ofte overrasket? Jeg tror det har sammenheng med fravær av fantasi og press for å være konform, dvs. gjøre og mene som andre mener og gjør.

#### **Ingen ventet det .....**

Ta finanskrisen. Hvorfor kom den så overraskende og brått på? Når fem prosent av de ansatte står for om lag 40 prosent av profitten, slik bildet var for bank- og finansaksjer på New York børsen i noen år, må vel det være et klart signal om at noe risikofylt er på gang? Ingen ekstra avkastning uten ekstra risiko er en grunnpilar i moderne finansteori. Men nei da, tingene var stort sett på plass; lav inflasjon, god økonomisk vekst, full sysselsetting og håndterbare underskudd i de amerikanske statsfinansene og i utenriksøkonomien.

Så sent som i februar 2007, etter ett år som sjef for Federal Reserve (Fed), den amerikanske sentralbanken, uttalte Ben Bernanke at økonomien var i strålende form, "... neither too hot, with inflation, nor too cold, with rising unemployment".<sup>8</sup> Tretten måneder senere valgte myndighetene å redde Bear Stearns, en stor investeringsbank, fra konkurs. Ytterligere seks måneder senere lot man en enda større investeringsbank, Lehman Brothers, gå nedennom. Og finanskrisen var et faktum.

Hva var det Ben Bernanke og vi andre ikke hadde tatt innover oss? Mikrofundamentet for makroøkonomien, kunne man si, nemlig hvordan incentivene i det enkelte finansforetak

---

<sup>8</sup> Sitatet er hentet fra New York Times, se side 126 i boken *The Trillion dollar Meltdown* av Charles R. Morris, utgitt av Public Affairs, New York i 2008.

oppfordrer til en mer risikofylt atferd enn akademikere, politikere og de som har ansvar for regulering og overoppsyn med finansmarkedene forstod. Årlige bonuser gir fokus på årets resultat. Langsiktige eiere som ikke følger med, ender opp med skjegget i postkassen når de store tapene med de små sannsynlighetene slår inn, som ikke var så små allikevel. I samme retning, nemlig overdreven risikotaking, trekker andre forhold som høy gjeldsgrad, for god kredittvurdering av dårlige papirer, og utlån til folk som ikke har evne til å betjene dem.

### **.... og de som tenkte tanken, hørte ingen på**

Hver høst samles ledelsen i Fed til seminar i Jackson Hole i Wyoming. På seminaret i 2005 la professor Raghur Rajan frem et notat der han pekte på faren for økende ustabilitet i det finansielt system.<sup>9</sup> Muligheten for en ”catastrophic meltdown” skal man ikke se bort fra, sa Rajan, selv om sannsynligheten for det er liten. På den tiden var han sjeføkonom i IMF.

Hva sa de andre? Smilte i skjegget, som de senere – skulle det vise seg – fikk i postkassen, sammen med aksjonærene i mange banker, for Raghur Rajans dystre antydninger slo jo til.

Professorens vurderinger og synsmåter var ikke passende. Larry Summers, Clintons siste finansminister og nå Obamas nærmeste økonomiske rådgiver, gjorde nærmest narr av fortellingen til professor Rajan. Intelligente mennesker er ikke sjelden også arrogante.

### **Trege beslutningsprosesser**

Finanskriser har vært en skikkelig oppvekker for finansfolk, politikere og reguleringsmyndigheter, og også for alle oss andre. Det er det fine med et demokratisk og åpent samfunn; det meste kommer på bordet. Og ting blir tatt tak i. Ulempen med demokrati er at tingene tar så lang tid. Hvilket land har håndtert finanskrisen best? Kina. Hvorfor? Fordi man her har et relativt enkelt banksystem som har holdt seg unna giftige, amerikanske verdipapirer. Og fordi de som bestemmer, ikke er valgt av folket og ikke har noen Nasjonalforsamling å forholde seg til. Tiden fra beslutning til handling blir kort.

Når kineserne nå ser hvordan den valgte presidenten i USA, til tross for flertall i begge kamrene (Senatet med hundre medlemmer, to fra hver stat, og Representantenes Hus med 435 medlemmer basert på folkemengde den enkelte delstaten) har store problem med å få ting gjennom, jf. helsereformen, blir mange av dem – kineserne altså – mer fornøyd med sitt eget, handlingsføre politiske system. Kravet om demokrati i Kina er nok større utenfor Midtens Rike enn midt inne i det.

### **Bobler i finansmarkedene – noe for Fed likevel?**

Krisen i finansmarkedene har kastet omkull etablerte sannheter. For sentralbankfolk har inflasjonsstyring vært det eneste rette i snart to tiår. Bobler i aktivamarkeder er det lite trolig at myndighetene skal kunne oppdage tidligere enn andre. Og forresten, om myndighetene maktet det, hvordan skulle de stikke hull på en boble i for eksempel eiendomsmarkedet om

---

<sup>9</sup> I 2008 vendte Raghuram Rajan tilbake til sitt professorat ved Chicago University. Her er link til foredraget: <http://www.kansascityfed.org/Publicat/sympos/2005/PDF/Rajan2005.pdf>, som har tittelen ”Has Financial Development Made the World Riskier?”

man var temmelig sikker på at en slik en var under oppblåsning? Bedre å feie opp etter at bobler sprekker. Slik Alan Greenspan, forrige sjefen i Fed gjorde, med stor suksess, etter at dot.com boblen på aksjemarkedet sprakk i starten av inneværende tiår. Og som hans etterfølger Ben Bernanke hadde skrevet tunge, vitenskapelige arbeider om er en god strategi.

Men nå er den samme Ben mer i tvil. Og det er bra.

I den amerikanske sentralbanken, og også andre steder, forskes det intenst på om myndighetene likevel har en jobb å gjøre som "bubble fighter", som det heter i en artikkel av Jon Hilsenrath i *Wall Street Journal*, 3. desember 2009. I så fall har man to virkemidler; bedre og kanskje mer fleksible reguleringer, samt heving av rentenivået for å stanse en uønsket prisstigning på aksjer, fast eiendom eller hva det skulle være. Ulempen med bruk av renten er at den favner så vidt. Tar ikke bare ned et uønsket prispress i eiendomsmarkedet, men demper også investeringslysten i næringslivet. Og det var jo ikke meningen.

Se hen til Kina, kan vi si her også. Da eiendomsmarkedet i Shanghai for noen år siden gikk altfor varmt, og myndighetene innså behovet for å dempe prispresset, innførte man ganske enkelt en skatt på salg av leiligheter. Ikke skatt på gevinsten. Men fem prosent skatt på salgsverdien om du hadde eid leiligheten i mindre enn to år. Kortsiktige eiendomsspekulanter mistet pusten og sluttet å blåse opp en gryende boble i boligmarkedet i Shanghai. Et målrettet, finanspolitisk virkemiddel uten store uheldige konsekvenser for andre deler av økonomien.

## **Kina pluss Japan mot USA?**

Også på det statsvitenskapelige området stenger den tilvante tenkemåten for dristige hypoteser. På et seminar ved Brookings Institution i Washington DC i forrige måned kastet professor Priscilla Roberts fra University of Hong Kong frem tanken om at kanskje Japan og Kina kunne tenkes å finne sammen rent politisk for i fellesskap å ta sikte på å hive USA ut av Asia. "Hvorfor forsker ingen på dette spørsmålet?" undret professor Roberts seg.

Innlegget ble oppfattet som temmelig upassende og i liten grad kommentert. Hvorfor? Fordi en slik utvikling til de grader ikke ville være i USAs interesser? Men om vi ikke forsker på det upassende, som tross alt ikke er helt usannsynlig, står vi ikke da temmelig uforberedt om det upassende likevel skulle inntreffe?

Hvor mye tid og krefter hadde akademikere brukt på å tenke gjennom muligheten av at Nixon ville dra til Kina før han dro? Og hvor mange så for seg rivningen av Berlinmuren før den var borte?

11. desember 2009

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

Tidligere månedsbrev finnes på min hjemmeside

## Working Paper Series

- 1/05 **Steigum, Erling**  
Finn Kydland – Norges tredje Nobelprisvinner i økonomi
- 2/05 **Isachsen, Arne Jon**  
Kina
- 3/05 **Isachsen, Arne Jon**  
Internasjonal økonomi på randen?
- 4/05 **Steigum, Erling**  
Aktivabobler: Kan og bør myndighetene gjøre noe?
- 5/05 **Isachsen, Arne Jon**  
Bank og finans i Kina
- 1/06 **Isachsen, Arne Jon**  
Greenspan går fra borde, og Erna vil ha Euro
- 2/06 **Beine, Michel, Paul De Grauwe and Marianna Grimaldi**  
The impact of FX Central Bank Intervention in a Noise Trading Framework
- 3/06 **Isachsen, Arne Jon**  
Canada Goose
- 4/06 **Isachsen, Arne Jon**  
Like før det smeller? Om globale ubalanser
- 5/06 **Qvigstad, Jan Fredrik**  
When does an interest rate path "look good"?  
Criteria for an appropriate future interest rate path
- 6/06 **Isachsen, Arne Jon**  
Verdens rikeste land
- 7/06 **Steigum, Erling**  
Den Keynesianske revolusjonen 70 år etter: Et tilbakeblikk
- 8/06 **Isachsen, Arne Jon**  
Elleve i Kina – Ved én av dem
- 1/07 **Isachsen, Arne Jon**  
Globalisering
- 2/07 **Houg, Kjetil, Steinar Juel og Frank Jullum**  
Økonomiske paradokser
- 3/07 **Isachsen, Arne Jon**  
Folk på vandring
- 4/07 **Isachsen, Arne Jon**  
Hvor går verden? Noen utvalgte krefter og trender

## Working Paper Series

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

## Norges Bank Watch Report Series

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

CME

Centre for Monetary Economics, Norwegian School of Management BI

Office Manager: Siv Bjercke

Address: Nydalsveien 37, N-0484 Oslo, Norway

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

E-mail: [cme@bi.no](mailto:cme@bi.no) <http://www.cme.no>