

## *Kapitel 35. Fra produktiv til finansiel kapital*

Dette afsluttende kapitel i Bog 3 om kapitalismen handler om forholdet mellem produktiv og finansiel kapital.

I afsnit 35.1 analyseres dette forhold abstrakt (virksomhedskapital versus lånekapital), hvilket leder til en differentiering af lånekapitalen i forbrugslån og investeringslån.

I afsnit 35.2 betragtes lånekapitalens mere udviklede former indenfor bankvæsen og kreditmarked; som sådan betegnes den 'finanskapital'. De forskellige interessermodsatninger indenfor finanskapitalen diskuteres. Afsnit 35.3 ser på det teoriehistoriske, mens 35.4 introducerer det vigtige spørgsmål om det aktuelle finansielle regime er rationelt.

I første omgang - afsnit 35.5 - undersøges om den finansielle sektor formår at fordele kapitalen rationelt; det centrale problem er her, at det er institutionelt udelukket at den relevante information er til stede. I anden omgang - afsnit 35.6 - vises at den moderne kapitalisme lider af en fundamental ubalance, fordi afkastet til finansiel kapital er vokset til at blive større end afkastet til produktiv kapital. Denne ubalance har bl.a. vist sig i de moderne valutakriser (afsnit 35.7), hvor det snarere er spekulation, end realøkonomiske 'fundamentals', der bestemmer udviklingen.

Dernæst argumenterer jeg i afsnit 35.8, at forestillingen om den frie konkurrence på det finansielle marked er en illusion; idag manipuleres dette marked af store spekulationsfonde.

Kapitlet afsluttes med afsnit 35.9, der sammenfatter og diskuterer forskellige bud på, hvordan den moderne kapitalisme kan gøres mere rationel og stabil.

### **35.1. Lånekapitalens rolle i kapitalismen**

#### **35.1.1. Forbrugslån**

Som vi har set indebærer den kapitalistiske produktionsmåde forskellige typer af social ulighed: Mellem udstødte og deltagere i økonomien, og mellem pengeløse faktorejere og kapitalister. Og som vi vil se senere (Kapitel 46.4) gælder mere konkret at den moderne kapitalisme, i sin frigjorte (nyliberale) form, øger uligheden, både internt i de rige lande og mellem rige og fattige lande. Den almene, sociale forudsætning for udlån og rente er derfor opfyldt i rigt mål.

Denne type lån er motiveret af relativ fattigdom på nutidsgoder; det er

forbrugslån. Hvem foretager disse lån?

De udstødte mennesker og lande har stort set ingen mulighed for at låne, skønt deres behov er de største.

De almindelige lønarbejdere har en permanent underliggende interesse i at låne, fordi de har langt færre penge end virksomhedsejerne (idealtypisk er de pengeløse). Samtidig betyder deres besiddelse af arbejdskraft, at de kan stille med en vis sikkerhed. Noget af lånekapitalen formidles da også, ofte gennem bankerne, til lønarbejderne, men deres - trods alt - begrænsede tilbagebetalingsmuligheder sætter snævre grænser for lånenes størrelse. Det vil senere fremgå at de højtlønnede arbejdere er i en anden situation; deres store pengeoverskud placerer dem snarere i kategorien af udlånere.

Rentens højde afhænger af 'kreditværdighed': Jo fattigere låner er, dvs. desto større behovet er for lånet, jo højere bliver renten. Det gælder også landene.

### 35.1.2. Investeringslån

Udledningen af virksomhedskapital og lånekapital har fulgt forskellige veje; metodologisk har de to kapitalformer derfor en helt forskellig status. Virksomhedsejerens pengeoverskud var et **nødvendigt** resultat af konkurrencen indenfor simpel vareproduktion, mens lånekapital kun kunne bestemmes som en **mulighed**.

Ved undersøgelsen af sammenhængen mellem de to kapitalformer tager jeg udgangspunkt i det sikre, nemlig at der indenfor kapitalismen eksisterer virksomhedskapital.

Det er langt fra sikkert, at ejeren af denne investerer produktivt. Hvis han kan opnå et større afkast ved at udlåne pengene, vil han naturligvis vælge det; han vil kun investere i køb af faktorydelser, hvis den forventede profit - differensen mellem salgspris og omkostninger til køb af faktorydelser - er større end den forventede rente fra udlån.<sup>1</sup>

For at træffe denne afgørelse må vor kapitalist relatere det forventede pengeafkast til kapitalen, altså beregne det **relative** afkast; på lånemarkedet hedder denne rate **rentefoden**, ved produktive investeringer **profitraten**.

For pengebesidderen er dette valg meget vanskeligt, eftersom både investering i produktion og på lånemarkedet er højst usikre affærer. Afkastet fra den produktive investering - profitraten - kan skuffe fordi efterspørgslen svigter af mange andre grunde. På den anden side kan central-

banken ændre den officielle rentefod fra dag til dag, ligesom de markedsbestemte obligationskurser kan gå op og ned, således at markedsrenten går hhv. ned og op, og i den moderne globale økonomi er der et rigt udvalg af endnu mere spekulative - og usikre - kapitalanbringelser.

Men det kan også tænkes at virksomheden er interesseret i selv at låne, nemlig hvis rentefoden er mindre end den forventede profitrate. Det kan nu betale sig at optage **investeringslån** for at finansiere produktion. Virksomheden får dermed på linie med lønomkostningerne en renteomkostning.

Alment må gælde at den lille virksomhed har større lånebehov end den store. I både USA og de fleste andre rige lande gælder at 'investments are overwhelmingly financed internally, through profits', mellem 1952 og 1995 hele 90% (Henwood, 1997: 221 og 75), men det er klart at denne mulighed for selvfinansiering er mindst for de små virksomheder.

Men investeringslån har intet at gøre med de konkrete behov. Det, låntager har 'behov' for, og det, långiver tilbyder, er ikke forbrugsgoder, men alene kontanter. For så vidt slipper renteteorien forbindelsen til behovene og den konkrete rigdom og bliver en ren likviditetsteori.

Forholdet mellem låner og udlåner er nu et forhold mellem to kapitalister. Trods det nævnte almene forhold – at det er den fattigste af de to der vil låne, og den rigeste der kan udlåne – kan det udmærket tænkes at låntager er et selskab i milliardklassen, med en kassebeholdning hvis størrelse overstiger den samlede kapital som långiver - måske en mellemstor bank - råder over. Effektiviteten af et udlån forudsætter blot at låntager har et extra behov for likviditet, mens långiver har et marginals overskud.

## **35.2. Finanskapitalen: Former og interesser**

Det umiddelbare udlån er alene et forhold mellem to parter. Interesseforholdet er tilsvarende enkelt, idet udlåner ønsker høj og låneren lav rente. Ved investeringslån indebærer dette den 'klassiske' interesse modsætning mellem virksomhedskapitalisten der har fordel af en rentesækning og lånekapitalisten, der ønsker høj rente.

Næste trin er banken, der træder ind som formidlende midte mellem de mange udlånere og de mange lånere; banken centraliserer kreditten (jvf. Marx, 1894: 416) og kan for så vidt optræde som monopolist overfor såvel udlåner som låner. I kraft af rentemarginalen kan den opbygge en **bankkapital** med selvstændige interesser.

Den mest udviklede form får vi, når kredit ophører med at være et for-

hold mellem to parter (hvor den ene evt. er banken). Kravet hhv. forpligtelsen bliver en vare, der handles på et **kreditmarked** til en pris, der er bestemt af konkurrencen; den typiske form er her obligationen, men hertil kommer en lang række såkaldte afledede 'produkter' (derivativer) - futures, optioner etc. - som i de senere år har fået meget stor udbredelse.<sup>2</sup> Kreditforholdet er blevet anonymt, forstået på den måde at den virksomhed, der rejser penge ved at udstede og sælge en obligation, ikke har en forpligtelse overfor en bestemt person, men overfor obligationsejeren, hvem det så måtte være. I overensstemmelse med almindelig terminologi betegnes alle de forskellige typer af lånekapital som **finanskapital**; heroverfor fremstår virksomhedskapitalen som den **produktive kapital**.

Traditionelt er selskaberne agent for den produktive kapital, mens diverse fonde samler den finansielle kapital. Men i vore dage investerer selskaberne kun i nye anlæg og flere medarbejdere, hvis det maximerer 'shareholder value'; loyalitet overfor firmaet og dets fremgang er en saga blot, og overskuddet placeres i værdipapirer, hvis afkastet her vurderes at blive højere. Som vi skal se er det faktisk et permanent - og måske stigende - problem, at pengene trækkes ud af produktionen for at søge lykken i rent finansielle spekulationer; fx hentede General Electric i 1994 24% af sit overskud fra 'financial services' (Henwood, 1997: 135). Samtidig placerer fondene, specielt de institutionelle investorer (pensionskasser og forsikringselskaber), i stigende omfang deres penge i aktier, hvilket i hvert fald formelt er en produktiv investering.

Interessemønstret kompliceres yderligere, fordi finanskapitalistens indtjening differentieres i en rentegevinst og en såkaldt 'kapitalgevinst' (begge dele er naturligvis kapitalgevinster), og i en kortsigtet og langsigtet indtjening. En obligation på 1.000 kr har fx en løbetid på 10 år og en nominal rente på 8%. Det betyder at långiver (obligationskøber) modtager 80 kr pr år i 10 år, indtil de 1.000 kr betales tilbage; så vidt er der kun rentegevinst. Men hvis obligationen købes til kurs 80, altså for 800 kr, er der samtidig en kapitalgevinst på 200 kr. De to gevinster sammenfattes i den effektive forrentning, her 80 kr pr. år af en investering på 800 kr, altså 10% (jeg ser bort fra udtrækningschance og andre komplikationer). Antag nu at virksomheden - eller landet - har problemer, således at kursen falder til 50. Obligationens værdi er faldet til 500 kr, altså et kapitaltab på 300 kr for ejeren. Men for den nye finansielle investor er kursfaldet en stor fordel, for en obligation, der giver 80 kr om året, kan nu købes til 500 kr, hvilket betyder en effektiv rente på 16%. Den lånende virk-

somhed ønsker en høj kurs (stort provenu og lille effektiv rente), når den sælger udstedte obligationer, men når først obligationen er solgt kan virksomheden i princippet være ligeglad med kursudviklingen, eftersom dens forpligtelser (80 kr pr. år i 10 år) ligger fast.

Dette giver alt i alt et indviklet interessemønster, hvor den grundliggende konflikt mellem virksomhed og långiver, produktiv kapital og finanskapital, overlejes af en konflikt mellem aktuelle og potentielle långivere.

Også staten kan låne, bl.a. ved at udstede statsobligationer. Dermed får vi to interessemodsætninger:

a) **Det offentlige versus den private finanskapital.** Staten har naturligvis en selvstændig interesse i lempelige lånevilkår. En lav effektiv rente (høj kurs, lav nominel rente) betyder at det offentlige kan låne billigt; Pivetti (1991: 12f) gør fx opmærksom på at den engelske Labour-regerings lavrentepolitik i 40erne i høj grad var motiveret af et ønske om at begrænse statens rentebyrde og undgå at rentekapitalisterne berigede sig. Men samtidig søger staten/centralbanken gennem sin pengepolitik at sikre stabile økonomiske vilkår i landet, hvilket i nogle situationer (stor arbejdsløshed) kan tilsi en lav rente, i andre (stor inflation, fare for kapitalflugt) en høj rente. For så vidt står staten ikke i modsætning til den private sektor, men repræsenterer almeninteressen, for ingen har en interesse i at landets økonomi bryder sammen i hyperinflation eller massearbejdsløshed. Bag fællesinteressen skjuler der sig imidlertid også modsatte særinteresser, idet den produktive kapital og arbejderne må ønske en lav rente (billige investerings- og forbrugslån), mens finanskapitalen lever af høj rente; videre ligger det i sagens natur at pengeforringelse rammer hårdere, jo flere penge (mere kapital) man har, således at en høj, inflationsbekæmpende rente alt andet lige er mest til fordel for de rige.

b) **Den nationale økonomi versus udlandet.** I den udstrækning den private sektor og staten optager lån i udlandet, har landet en fællesinteresse i en lav rente, men samtidig skal renten være så høj at den lokker långivere til (og især forhindrer kapitalflugt). Heroverfor har den udenlandske finanskapital en overordnet, langsigtet interesse i en høj rente.

Sagen er imidlertid mere kompliceret end som så, hvilket skyldes at den udenlandske finanskapitals mere langsigtede interesse i god forrentning kan komme i strid med en kortsigtet og mere spekulativ interesse i kapitalgevinster. Ved fx den Sydkoreanske krise i 1997 havde udenlandske indehavere af koreanske statsobligationer en klar interesse i at deres

værdi blev fastholdt, så derfor ønskede de store rentestigninger for at sikre valutaens værdi (dette var IMF's politik). Men den mere spekulative del af den udenlandske finanskapital lånte won i håb om at denne valuta ville miste værdi, således at dollarværdien af de tilbagebetalte won blev lille; disse kapitalinteresser ønskede naturligvis en lav rente. Når et land devaluerer efter pres fra finanskapitalen, kan man derfor ikke éntydigt sige at den internationale finanskapital har 'vundet'; én sektion har vundet, en anden tabt.

Også den udenlandske produktive kapital kan drage fordel af at en valuta mister værdi, således at de indenlandske aktiver bliver billigere. I kølvandet på den Østasiatiske krise var der et veritabelt brandudsalg:

"Wall Street Journal reported Coca Cola's purchases of companies in Korea and Thailand under the headline, 'While Some Count Their Losses in Asia, Coca Cola's Chairman Sees Opportunities' (6 February). The gains in terms of US companies being able to take control over Asian assets have been substantial. As Hiromu Nonaka, secretary-general of Japan's ruling Liberal Democratic Party, put it in the summer of 1998: 'There is an invasion of foreign capital, especially US capital, under way. A type of colonisation of Asia has started'. During the first five months of 1998, US companies had bought up double the number of Asian businesses that they had bought in any previous year, spending \$8 billion in total" (Gowan, 1999: 114f).

Interessemønsteret er således kompliceret, men den overordnede langsigtede modsætning går mellem indenlandsk og udenlandsk finanskapital, der ønsker høj rente, og på den anden side den indenlandske produktive kapital og lønarbejderne, der ønsker lav rente.

Vilkårene for denne interessekamp har ændret sig historisk, hvilket fremhæves af Barry Eichengreen, der 1997-98 var Senior Policy Advisor ved IMF. Under guldfoden før 1914 sigtede pengepolitikken (specielt rentepolitikken) alene mod at fastholde valutaens værdi, hvilket var muligt fordi demokratiet var uudviklet og arbejderklassens indflydelse begrænset:

"Because the right to vote was limited, the common laborers who suffered most from hard times were poorly positioned to object to increases in central bank interest rates adopted to defend the currency peg. Neither trade unions nor parliamentary labor parties had devel-

oped to a point where workers could insist that defense of the exchange rate be tempered by the pursuit of other objectives. .. The worker susceptible to unemployment when the central bank raised the discount rate had little opportunity to voice his objections, much less to expel from office the government and central bankers responsible for the policy" (Eichengreen, 1996: 4 og 31).

Dette ændres i takt med demokratiets udbygning og arbejderklassens stigende indflydelse:

"Workers accepted the maintenance of private property in return for an expanded welfare state. They agreed to moderate their wage demands in return for a government commitment to full employment and growth. .. Any government's vigorous use of this instrument /hæve renten for at forsvare valutaen/ would have been regarded as bad faith. Sacrificing growth and employment by raising interest rates in order to restore external balance would have jeopardized the accommodation between capital and labour" (Eichengreen, 1996: 109f).<sup>3</sup>

Netop fordi rentevåbenet til dels blev uanvendeligt, var kapitalkontrol nødvendig for at holde på kapitalen: Denne kontrol

"loosened the link between domestic and foreign economic policies, providing governments room to pursue other objectives like the maintenance of full employment" (Eichengreen, 1996: 5).

Dette var situationen under Bretton Woods systemet, altså frem til begyndelsen af 70erne.

Eichengreen forfølger ikke disse tankegange, når han betragter den senere udvikling, men analysen ligger lige for: Efter kapitalliberaliseringen i 70erne og fremefter er velfærdsstaten, dermed nævnte 'accommodation between capital and labour', kommet under pres. Svækkelsen og til dels opløsningen af arbejderklassen har ændret styrkeforholdet til fordel for kapitalen, således at vi nu er tilbage til situationen før 1914. Pengepolitikken er blevet afkoblet fra demokratisk kontrol, således at renten atter éntydigt fastlægges efter de udenrigsøkonomiske vilkår. Denne udvikling diskuteres nærmere i Kapitel 47.

Alt i alt er renten og hele det finansielle system ladet med interesser og dermed i høj grad politisk. Det er formentlig rigtigt at Danmark som sådan pt. har en fællesinteresse i én bestemt rente, for hvis den ligger væsentligt lavere flytter kapitalen; for så vidt har Peter Wendt (1998: 7

og 5) ret i at betragte det finansielle system som en 'social teknologi' eller 'de lejer som det økonomiske maskineri kører i', altså som hævet over politik. Men dette vilkår er skabt gennem 20-30 år af ganske bestemte økonomiske interesser og politiske værdier (nyliberale); for så vidt er hverken det finansielle systems indretning eller rentens højde objektive, 'tekniske' fænomener. Slaver og slaveejere i forrige århundredes amerikanske sydstater havde en klar, kortsigtet fællesinteresse i en velfungerende produktionsmåde med høje bomuldspriser, for da bliver der også - alt andet lige - råd til bedre vilkår for slaverne; eksemplet viser at objektive fællesinteresser kan dække over dybe modsætninger og oprørende uretfærdigheder.

### **35.3. Finanssektoren i teoriehistorisk belysning**

For de klassiske økonomer var opgøret med merkantilismen og dens teoretikere centralt. Pengene er i sig selv intet, de er blot et slør der dækker over realøkonomien eller en olie der kan modvirke friktioner i denne; i overensstemmelse hermed blev rentefoden set som i sidste instans determineret af virksomhedskapitalens profirate (Ricardo, 1817: 298). I det hele taget spillede lånekapitalen og renten ikke så stor en rolle i tidlig-kapitalismen. Virksomhederne var overvejende selvfinansierende, og opsparingen bestod især af virksomhedsprofit (arbejderen opsparede ikke) og den sigtede umiddelbart på investering. Ejeren (kapitalisten) var identisk med foretageren (management), således at det var den samme person, der opsparede og traf beslutning om investeringer (Lear, 2002: 36). Opsparingen kunne naturligvis gå til luksusforbrug, men risikoen for krisefremkaldende opsparing ('hoarding') var begrænset, således at Say's lov i praksis havde rimelig gyldighed.

Efterhånden som virksomhederne får brug for extern finansiering, samtidig med at ikke-virksomhedsmæssig opsparing får større vægt, bliver opsparende og investorer forskellige agenter, og det lånemarked, der formidler sammenhængen, antager større betydning. Dette er baggrunden for 'kreditteorien' (Loanable Fund), hvor renten bringer ligevægt mellem udbud af og efterspørgsel efter kredit. Stort set alle økonomer var enige om at se rentefoden som bestemt af realøkonomiske forhold, hvad enten man så lagde vægt på udbudssiden (tidspræference, venten) eller efterspørgselsiden (tidsproduktivitet, marginalproduktivitet); den monetære rentefod måtte tilpasse sig den reelt bestemte 'naturlige' rentefod (fx Wicksell). Dette er renteteorien helt frem til Keynes.



Dette billede af kapitalismen suppleredes af kvantitetsteorien. Staten/centralbanken bestemmer prisniveauet ved at fastlægge pengemængden, men produktionsniveau og relative priser bestemmes suverænt i den private sfære. Pengene er exogene (politiske) og for så vidt er pengevæsenet uafhængigt af realøkonomien, men dette er uvæsentligt fordi det ikke indvirker på denne.<sup>4</sup> En sådan indvirkning var også overflødig, fordi Say's Lov formodedes at sørge for real makroharmonisk.

I visse henseender indtager Marx her en særstilling. Kapitalismens overordnede mål er penge (profit), således at brugsværdien (forbruget) er underordnet. For så vidt er systemet styret af pengene, ikke af reale forhold. På den anden side er disse penge selv en del af realøkonomien, eftersom profitten blot er en form, som merarbejdet antager. Profit kræver udbytning og derfor kan den monetære sfære ikke løsrive sig fra - og dominere - realsfæren. I overensstemmelse hermed så Marx pengerenten som underordnet profitten, nemlig som en del af denne. Dog mente han ikke - som klassikerne - at rentefoden blot afspejlede profitraten; profitten og dermed profitraten satte grænser for rentefoden, men herindenfor var rentefodens højde bestemt af det tilfældige forhold mellem udbud af og efterspørgsel efter kredit.<sup>5</sup>

Keynes gjorde som bekendt op med det klassiske (og neoklassiske) billede af kapitalismen. Say's Lov gælder ikke, så derfor er den private økonomi ikke selvregulerende; den har behov for statslig finanspolitik, der kan styre den effektive efterspørgsel. Denne 'mangel' beror på at der **ikke** er en dikotomi mellem realøkonomi og monetær økonomi: Pengene har selvstændig betydning, især fordi spekulationskapitalisterne kan vælge at holde dem tilbage i stedet for at frigøre dem til investeringsformål.

Renten ses som et rent monetært fænomen, idet den ikke beror på tidspræference eller 'venten'; kapitalskontroversen har senere vist at den heller ikke - via profitten - er relateret til et andet reelt fænomen, nemlig kapitalens produktivitet. Rentefoden er 'highly conventional', nemlig bestemt af de dominerende forventninger;<sup>6</sup> det er denne side af renteteorien, neoricardianerne og/eller post-keynesianerne har hæftet sig ved, idet dette betyder at rentefoden er en exogen variabel, som det øvrige system, specielt investeringerne (via 'kapitalens marginale effektivitet') og profitraten, må tilpasse sig.<sup>7</sup> Omvendt har den neoklassiske ligevægtsteori (Patinkin, Samuelson's 'neoklassiske syntese') søgt at tage højde for Keynes ved at se pengerenten som bestemt simultant med alle de øvrige

variabler, således at det reale og monetære integreres; her giver det ikke mening at sige at det monetære (rentefoden) 'bestemmer' det reale (profitraten) - eller omvendt - eftersom alt bestemmes simultant.

Under alle omstændigheder kan pengene og renten iflg. Keynes ikke reduceres til realøkonomiske størrelser. Men han forholdt sig **kritisk** til de monetære fænomeners selvstændiggørelse. Han ønskede 'eutanasi' af spekulationskapitalisterne og på det internationale plan anbefalede han et IMF med ret faste kurser, således at spekulanterne ikke fik muligheder (Bretton Wood systemet). Han ønskede at gøre det besværligt og dyrt at handle på børsen (Keynes, 1936: 159f), altså præcis det modsatte af kapitalliberalisering. Og han legede med tanken om at gøre 'køb af en investering' permanent, altså forbyde hurtige salg for at opnå en kursgevinst, men afviste det med henvisning til at folk da blot vil 'hoarde'. Keynes' konklusion var (1936: 161) at den eneste radikale kur består i at forbyde 'hoarding', således at agenten må vælge mellem forbrug og investering. Kun da vil der være sat en stopper for finanskapitalens asociale aktivitet: at den underminerer real-økonomien ved at unddrage den effektiv efterspørgsel.

Det er ikke klart om Keynes finder en sådan politik realistisk, men hans ønske og ideal er klart: At afskaffe 'kasino-økonomien' hvor 'enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation' (Keynes, 1936: 159). Han vil den gamle produktive kapitalisme, hvor penge blot er middel for 'enterprise'; hvor der ikke 'investeres' for den hurtige gevinst, men for det langsigtede realt baserede afkast. Keynes er helt klart den produktive kapitalismes teoretiker, med front mod finanskapitalen.

### **35.4. Finanssektorens funktion og øgede betydning**

Hvilken rolle spiller finanssektoren i det kapitalistiske system? Ideelt skulle den være en bydreng for realøkonomien, således at den kanaliserer likviditet fra opsparerne derhen hvor der er mest brug for produktive investeringer; i princippet skulle det gælde at 'capital mobility promotes the efficient allocation of productive activities around the world' (Gregorio, 1999: 28). Sektoren skaber ikke realværdier, men er blot - samfundsøkonomisk set - en nødvendig transaktionsomkostning. Ligesom penge er kredit en olie, der skal få systemet til at køre (jvf. Wendt ovenfor). Kapitalstrømme er budbringere med nyttig information:

"Capital flows are an economic barometer, conveying useful information based on the opinions of large numbers of investors who scrutinize

economic indicators" (Economist, The, 1995: 38).<sup>8</sup>

Som vi skal se satte Keynes spørgsmålstegn ved dette billede - "There is no clear evidence from experience that the investment policy which is socially advantageous coincides with that which is most profitable" (Keynes, 1936: 157) - og specielt udviklingen i de sidste 20-30 år gør det vanskeligt at fastholde det. Rent kvantitativt synes troldmandens lærling nu at betyde mere end troldmanden. I USA bidrager finanssektoren i bred forstand ('FIRE', dvs. 'finance', 'insurance' og 'real estate') nu mere til bruttonationalproduktet (GDP) end fremstillende virksomhed ('manufacturing') - i 1985 var den 15% mindre - og

"FIRE's profit share has risen steadily, from 14% of the corporate total in 1980, to 25% in 1985, and upwards to 1992's figure /nemlig 37%/. Manufacturing's share was almost a mirror image, falling from 53% of profits in 1980 to 36% in 1992" (Henwood, 1997: 76 og 78).

Brenner (2004: 76f) fører udviklingen up to date, men hans 'finansielle sektor' - der ikke defineres - er åbenbart meget snævrere end FIRE, eftersom han skriver at finansielle profitter i 1994 (kun) udgjorde 23% af 'total corporate profits'. Det interessante er imidlertid tendensen, nemlig at denne procentandel vokser til 39 i 2000 og (iflg. Morgan Stanley) til ikke mindre end 50 i 2003.

De formodede transaktionsomkostninger er således meget store, så ud fra det ideale billede forekommer sektoren at være ret ineffektiv, eller - anderledes udtrykt - 'finance is very handsomely rewarded for its efforts' (Henwood, 1997: 76).

Et andet mål for de finansielle strømmes tiltagende betydning har vi i det forhold, at hvor godt 95% af de internationale kapitalbevægelser for en snes år siden betalte for varer og tjenesteydelser, er denne procent nu faldet til knap 5; de resterende godt 95% inkluderer både langsigtede, produktive investeringer og kortsigtede, mere spekulative bevægelser, men her er der en global tendens til i højere grad at satse på den hurtige gevinst (Watson, 1999: 57).<sup>9</sup> Hele denne udvikling skyldes, ironisk nok, bl.a. at transaktionsomkostningerne **indenfor** den finansielle sektor med IT-teknologien er reduceret dramatisk.

Indebærer disse kvantitative forhold en fundamental ændring i kapitalismens kvalitet? Er sammenhængene vendt på hovedet, således at det nu ikke længere er realøkonomien, der styrer pengeøkonomien, men snarere

pengeøkonomien der bestemmer vækst, beskæftigelse og udenrigshandel? Det er indlysende at finanskapitalen har omfattende effekter på realøkonomien, fx faldt den indonesiske realløn med ca. 40% og den officielle fattigdom steg fra 9,7% til 15,4% i byområder og fra 12,3% til 17,6% i landområder, da den udenlandske kapital trak sig ud i 1997-98 (World Bank, 2000: 54f), men trak den sig ud fordi der var noget galt med de indonesiske 'fundamentals' eller blev disse 'fundamentals' allerførst ødelagt af finanskapitalen?

'Does everything solid melt into the thin air of money'? Er pengene om sider kommet til deres ret ved at subsumere alt andet under sig? Hvis det er tilfældet er det økonomiske system i fare for at miste rationalitet og dermed legitimitet. Rationaliteten i kapitalismen er altid blevet hævdet ved at begrunde dens kategorier i reale fænomener: Penge er et vigtigt hjælpemiddel til at maximere nytte, kapitalens profit er et middel til at effektivisere produktionen så forbrugernes interesser bedst varetages, renten er udtryk for vor prioritering mellem nutids- og fremtidsforbrug. I ideologien kan pengene ikke stå alene, men kan de i realiteten?

I diskussionen af disse spørgsmål ser jeg først og fremmest på USA, dels fordi jeg har materiale herom, dels fordi dette land er dominerende i det kapitalistiske system, hvorfor andre lande tilpasser deres systemer hertil; fx er der tendenser til at det tyske og japanske bankcentrerede system er ved at ændres i retning af det amerikanske børscentrerede system, ligesom den Østasiatiske statskapitalisme efter krisen synes at nærme sig USA's mere liberale model.

Jeg prætenderer ikke at kunne give et endegyldigt svar på spørgsmålet; der bliver alene tale om en kritisk gennemgang af de forskellige problemstillinger og argumenter. I første omgang ser vi på det mikroøkonomiske spørgsmål, om kreditvæsenet fordeler kapitalen rationelt (35.5); dernæst behandles det mere overordnede, makroorienterede spørgsmål om forholdet mellem realøkonomi og pengeøkonomi, herunder om der er en tendens til at den finansielle kapital presser den produktive ud (35.6).

## **35.5. Fordeler kreditvæsenet kapitalen rationelt?**

### **35.5.1. Kapitalkontroversen og den internationale fordeling**

Såfremt kreditvæsenet fordeler kapitalen på en sådan måde, at der strømmer kapital til de sektorer - eller lande - hvor der er mest brug for den, vil vi sige at finanssektoren fungerer rationelt. Og vi vil sige at det er udtryk for at pengeøkonomien styres af realøkonomien.

Kapitalen investeres dér, hvor profitraten er størst; herom er stort set alle enige. Men er en høj profitrater udtryk for en relativ mangel på kapital (især i forhold til arbejdskraft)? Er profitraten kapitalens knaphedspris, på samme måde som en høj smørpris udtrykker smørmangel og derved lokker et større udbud frem? Det er spørgsmålet, og det blev besvaret negativt i Kapitalkontroversen; en høj profitrater kan udmærket være associeret med megen kapital, jvf. Kapitel 26.<sup>10</sup> Dette måtte neoklassikerne erkende. Profitraten er ikke andet og mere end det den umiddelbart er, nemlig et mål for kapitalejerens relative indtjening; den er en fordelingskategori snarere end en priskategori.

Den neoklassiske kapitalteori kan altså ikke hjælpe os med at bestemme retningen for de internationale kapitalstrømme. Generelt vil denne afhænge af to forhold, der trækker i hver sin retning. På den ene side er det de fattige lande, der er mest ivrige efter at få kapital, men på den anden side er de også de mest usikre investeringsplaceringer. I det meste af 80'erne strømmede der kapital fra de fattige til de rige lande (især USA), hvilket umiddelbart er i strid med de neoklassiske teser. Men der er gode konkrete forklaringer herpå, nemlig den amerikanske højrentepolitik og den heraf følgende gældskrise i de fattige lande. Den store strøm i modsat retning fra slutningen af 80'erne (først til Latinamerika og efter den Mexicanske krise i 95 til Østasien) har også klare årsager, især at den nyliberale politik med privatiseringer, kapitalliberalisering og exportorientering fremfor imports substitution gjorde Latinamerika attraktivt (Gregorio o.a., 1999: 7f, og Krugman, 1999: 39). Efter den Østasiatiske krise i 1997/98 vendte strømmen atter, fordi kapitalen søgte mod den sikre havn i USA.

Lad os nu se bort fra denne kritik, altså antage at profitraterns højde udtrykker behovet for produktiv kapital. Spørgsmålet er nu om finanskapitalens bevægelser styres af profitraten? Det mente Keynes jo ikke, og umiddelbart bekræftes denne opfattelse af forskellige empiriske undersøgelser, der leder Henwood (1997: 155f) til at konkludere at 'firms that could most profitably use external finance seem to have the least access to it ..'

Hertil kommer at den intertemporale fordeling er uhensigtsmæssig, fordi kreditten er strammest i en lavkonjunktur, hvor der er mest brug for den; dette var tydeligt i 30'erne, hvor opsparerne frygtede at overlade pengene til bankerne, mens disse holdt på de få midler de kunne lægge hånd på, og der synes at være de samme tendenser under mindre tilbage-

gange som i begyndelsen af 90'erne. Omvendt er kreditten ofte rigelig under højkonjunktur, hvor der er behov for at holde igen.

### **35.5.2. Er prisen på værdipapirer rationelt bestemt?**

Det giver sig selv at finanskapitalen ikke kan bidrage til en rationel allokering af samfundets ressourcer, såfremt prisen på værdipapirer har et tilfældigt forhold til realøkonomiske fænomener. Ved 'værdipapirer' forstår jeg i det følgende aktier og virksomhedsobligationer; jeg ser bort fra a) andre typer papirer (derivater, statsobligationer), b) at aktier formelt er virksomhedskapital, for i praksis fungerer de for virksomheden helt på linie med obligationer som instrumenter til finansiering, c) at disse værdipapirer empirisk (i USA) betyder mindre end intern finansiering, og d) det politiske element i prisdannelsen (specielt pengepolitik).

Kriteriet for om prisen på et værdipapir er rationel er at prisen (aktie- eller obligationskursen) er høj, hvis virksomheden er 'et godt papir', dvs. er solid, 'går godt'; den fremgangsrige virksomhed kan da rejse megen og billig kapital, mens kreditvilkårene er vanskelige eller umulige for fiasko-virksomheden. Hvis prisdannelsen på finansmarkedet fungerer på denne måde, kanaliseres kapital fra uproduktiv til produktiv anvendelse.

Kursen er imidlertid ikke bestemt af virksomhedens fortidige eller nutidige resultater, men af fremtiden, nemlig af det forventede fremtidige afkast; kursen fastlægges - nærmere bestemt - gennem en tilbagediskontering eller kapitalisering af nævnte afkast. Det er ligegyldigt at årets resultat er dårligt, måske med tab, såfremt fremtiden tegner lyst (måske grundet en ny effektiv ledelse eller lancering af et nyt, populært produkt). Men fremtiden er usikker og derfor har vi her en mulig kilde til irrationel prisdannelse (overoptimisme eller det modsatte); rationelle priser forudsætter rationelle forventninger. Dette i modsætning til prisdannelsen på kartofler, for når jeg i supermarkedet vælger mellem ris og kartofler, afhænger min efterspørgsel efter kartofler kun af fremtiden i den forstand at den afhænger af kartoflernes forventede nytte (der først viser sig, når jeg spiser dem).

Kursernes uafhængighed af fortid og nutid illustreres dramatisk af mange internet-aktier (fx internet-boghandelen Amazon), hvis kurser i mange år steg og steg (på det sidste har der været en afmatning), til trods for at regnskaberne viste store underskud. Er disse aktier overvurderede? Er aktierne veksler på en fremtid, der aldrig kommer? Kan virksomhederne skubbe problemerne foran sig i det uendelige, eller kommer der en

regnskabets time hvor boblen brister? Det er de spørgsmål, der stilles. Det er givet at disse kurser er løsrevet fra den aktuelle realøkonomi, men dette er som sagt irrelevant. Hvis der i fremtiden ikke kommer et overskud, vil dagens kurser da blive afsløret som irrationelle, men hvornår er 'fremtiden'? Henwood skriver (1997: 166) at investorer

"overvalued U.S. corporations in the early 1970s, and undervalued them later in the decade; prices correctly reflected this consensus, but in both cases the consensus was 'wrong' in retrospect",

men hvornår er sådanne vurderinger definitive? Principielt først, når en virksomhed går fallit og likviderer. Mere generelt tyder de amerikanske investorers adfærd på stor realøkonomisk langmodighed ('der kommer nok et overskud engang'), samtidig med at den finansøkonomiske tids-horisont stadig snævres ind (værdipapirer holdes i kortere tid).

Der er en yderligere principiel forskel på prisdannelsen på værdipapirer og prisdannelsen på kartofler. Jeg køber kartofler for at få en konkret nytteoplevelse, måske endog for at overleve, men aktier og obligationer for at tjene penge. Mit køb af kartofler er rationelt, hvis det giver mig den forventede nytte, mens købet af et værdipapir er rationelt, hvis det stiger i værdi. Det stiger i værdi hvis de andre efterspørger det, og det gør de hvis bl.a. jeg gør det. Det umiddelbare rationalitetskriterium er ikke længere individuelt, men socialt. I den almene nytteteori antages agenternes præferencer at være adskilte; at de ikke er det empirisk er en anden sag. Efterspørgselteorien for værdipapirer kan ikke gøre en tilsvarende antagelse, eftersom den investor, der ser bort fra de andres efterspørgsel og kun fokuserer på virksomhedens fremtidsudsigter, er irrationel. Om der er gode realøkonomiske grunde til at virksomheden vil klare sig godt i fremtiden er for den enkelte sekundært, hvilket ses deraf at aktien eller obligationen vil stige i værdi, selvom indikatorer peger på dårlige resultater, hvis blot de fleste tillægger disse indikatorer ringe vægt og alligevel efterspørger.

Det spørgsmål, der hermed rejses, er om kurserne er rent (masse) psykologisk bestemt, hvilket ville indebære at økonomen måtte overlade dette emne til socialpsykologer (formentlig med speciale i psykologisk spilteori). Påvirkes kurserne snarere af efterligning (flokadfærd) end af konkurrence (Toporowski, 2000: 118)? Hvis kurserne er rent psykologisk bestemt, er det dermed sagt at de ud fra en realøkonomisk synsvinkel er irrationelle.

Blandt mange andre har Keynes beskæftiget sig med spørgsmålet. Han sammenligner situationen med

"those newspaper competitions in which the competitors have to pick out the six prettiest faces from a hundred photographs, the prize being awarded to the competitor whose choice most nearly corresponds to the average preferences of the competitors as a whole; so that each competitor has to pick, not those faces which he finds prettiest, but those which he thinks likeliest to catch the fancy of the other competitors, all of whom are looking at the problem from the same point of view. It is not the case of choosing those which, to the best of one's judgment, are really the prettiest, nor even those which average opinion genuinely thinks the prettiest. We have reached the third degree where we devote our intelligence to anticipating what average opinion expects the average opinion to be. And there are some, I believe, who practice the fourth, fifth and higher degrees" (Keynes, 1936: 156).

Keynes nævner imidlertid at der eksisterer professionelle investorer, der lægger vægt på virksomhedernes langsigtede indtjeningsmuligheder, og i moderne teori antages det ofte at disse vil korrigere amatørerne.

Problemet er at disse professionelle investorer kun kan redde systemets sociale rationalitet ved at være individuelt irrationelle, for hvis den uvidende mængde satser på en bestemt aktie, vil det være irrationelt af 'den professionelle' ikke også at gøre det, uanset alle realøkonomiske indikatorer. 'Den professionelle' ligner Walras' Auktionarius derved at begge roller er ubegrundede injektioner af social rationalitet.

Dette handler om finansmarkedets rene logik: realøkonomien er sekundær i forhold til psykologien. Men hvorfor skulle investorerne i gennemsnit gå **imod** realøkonomien? Individuelt rationelt eller ej, så er det en empirisk kendsgerning at mange af finansmarkedets spillere bruger mange ressourcer på at granske realøkonomiske indikatorer og investerer på dette grundlag. Det psykologiske spil giver mulighed for at kursen går imod virksomhedens fremtidsudsigter, men hvorfor skulle denne mulighed realiseres?<sup>11</sup> Dette er formentlig mindre sandsynligt, når det drejer sig om valget mellem to aktier, end når vi har at gøre med aktiemarkedet som helhed, især fordi de relevante reale indikatorer i det sidste tilfælde er uoverskuelige og udflydende, bl.a. fordi de afhænger af den internationale politisk-økonomiske udvikling.



### 35.5.3. Tilgængelig information?

Lad os nu se bort fra dette psykologiske spil og antage at efterspørgslen efter værdipapirer baseres på informationer om virksomhedens realøkonomiske muligheder.

Den relevante information handler om fremtiden og er derfor usikker; det er den i praksis når det gælder den fysiske fremtid og principielt når det gælder den økonomiske fremtid (jvf. Kapitel 4.3.3 og 12.7.2). Det sidste giver et uudrydeligt element af irrationalitet i enhver økonomi, der ikke er socialt planlagt.

Men lad os også se bort herfra. Alt andet lige må det da gælde, at finansmarkedets rationalitet øges i takt med at agenterne har adgang til den relevante information, således at denne reflekteres i priserne (kurserne). Dette er kernen i Efficient Market Hypothesis:

"The primary role of the capital market is allocation of ownership of the economy's capital stock. In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation: that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investors can choose among the securities that represent ownership of firms' activities under the assumption that security prices at any time 'fully reflect' all available information. A market in which prices always 'fully reflect' available information is called 'efficient'" (Eugene Farma, cit. efter Henwood, 1997: 162).

Priserne kan naturligvis kun reflektere den relevante information, hvis agenterne - specielt efterspørgerne af værdipapirer - har adgang til den. Finansmarkedet bliver irrationelt - ineffektivt - hvis betydelige dele af den relevante information ikke er til rådighed for agenterne eller kun er til rådighed for en begrænset kreds af dem. Dette harmonerer med neoklassisk pristeori: Den første betingelse for et rationelt marked er at alle agenter har korrekt information om 'produktet', hvad enten dette så er kartofler eller værdipapirer; forskellen er blot at den 'relevante viden' i det sidste tilfælde er et betydeligt bredere begreb end i det første.

En tese om et effektivt finansmarked har et stort problem, for hvilken information er 'available', dvs. offentlig. Der er - eller kan være - **offentlig viden** om den politisk-økonomiske ramme omkring virksomheden.<sup>12</sup> Videre er de faktiske handlinger på markedet (lancering af et nyt produkt etc.) tilgængelige for alle. Men alt andet er **privat viden**, - et aktiv, hvis værdi ofte vil overgå værdien af de håndgribelige produktionsmidler.

Dette kan gælde informationer om medarbejderes og ledelses kvaliteter, men det gælder først og fremmest virksomhedens faktiske strategi: hvordan erobre nye markedsandele? hvordan modgå konkurrencen fra de andre virksomheder? osv. Denne viden gøres tilgængelig for offentligheden, hvis den forventes at styrke kurserne, og tilbageholdes ellers; alt andet lige, vil virksomheden tilbageholde informationer om sig selv, fordi en gennemsigtig virksomhed gør spillet lettere for konkurrenterne. I finansteorien er 'informationsmæssig asymmetri' indbygget i kapitalismen, hvilket indebærer at en antagelse om effektive finansmarkeder i den 'stærke form' - hvor kurserne reflekterer både offentlig tilgængelig og offentlig utilgængelig information - er forkert.

Hvis vi har at gøre med profitmaximerende virksomheder - og det har vi - vil 'all available information' derfor normalt være toppen af isbjerget, eller mere præcist: den solbeskinnede og idylliske top. Derfor vil de kurser, der ' reflekterer ' disse informationer, være systematisk **falske** kurser, der vil give en systematisk forkert fordeling af ressourcerne

Dette er det generelle. Imidlertid er alle klar over dette forhold. For at modvirke denne i kapitalismen indbyggede **markedsfejl** søger statsmagten med vekslende energi gennem diverse regler at tvinge virksomhederne til at afsløre mere end de selv måtte ønske (fx regler om regnskab),<sup>13</sup> men det privatøkonomiske system giver virksomheden en grundlæggende ret til 'forretningshemmeligheder'; der er derfor snævre grænser for politisk regulering. Også virksomhedens långivere - efterspørgerne af dens værdipapirer - er klar over at 'tilgængelige informationer' er upålidelige; derfor gør mange af dem hvad de kan for at få fat i den relevante, ikke-tilgængelige information.

Denne information er naturligvis yderst værdifuld. Den er en vare, der kan have en meget høj pris. Derfor søger nogen at tilegne sig den ulovligt (industriespionage) eller udnytte den ulovligt (fx insider-handler). Men det almindelige er at denne viden af 2. grad - viden om den relevante viden - købes og sælges. Dette marked er expanderet voldsomt i de senere år, i form af konsulenttydelser eller eksklusive tidsskrifter og månedsbreve, som hævder gennem avancerede teknikker at kunne afdække mønstre etc. Henwood har ikke høje tanker om kvaliteten af disse produkter - hvoraf et enkelt koster \$100.000 i subskription (1997: 104) - men med mindre markedsagenterne er fuldstændig irrationelle må de give en vis markedsfordel. I gennemsnit må det gælde at de rige investorer, der har råd til at købe eller producere denne information (det sidste

ses bl.a. hos de store institutionelle investorer), klarer sig bedre på markedet end de 'fattige' småinvestorer.

Alt i alt kan det ikke undre at

"econometric tests and surveys of trading strategies have been destructive of the empirical validity of the efficient market hypothesis" (Felix, 1998: 171).

## 35.6. Fra produktiv til finansiel kapital

### 35.6.1. Den empiriske tendens

Vi skal nu undersøge det mere overordnede spørgsmål om kapitalens fordeling mellem den produktive og den finansielle sektor. Er førstnævnte ved at blive marginaliseret ('crowded out') af sidstnævnte? En lille oversigt over forskellene mellem de to kapitalformer kan være hensigtsmæssig:

<b>Kapitalform</b>	<b>Produktiv kapital</b>	<b>Finansiel kapital</b>
Hovedagent	Selskaberne	Fonde og banker
Kilde til kapital	Intern finansiering, aktier, obligationer	Opsparing
Rolle	Låner/debitor	Udlåner/kreditor
Afkast	Profit/profitrate	Rente/rentefod plus kapitalgevinst

Lad os starte med det teoretiske. Som vi så i afsnit 35.3 har der i teori-historien været stor uenighed om, hvorvidt profitraten ( $p'$ ) er det første og måske bestemmer rentefoden ( $r$ ), eller det er den anden vej rundt. Givet er det, at hvis profitraten er positiv må rentefoden også være det, thi i modsat fald vil den store efterspørgsel efter investeringslån sørge for at den bliver det. For så vidt kræver en positiv rentefod ingen særlig begrundelse.

Men videre må det gælde at  $p'$  må være lig med  $r$  i ligevægt, såfremt vi har en ren model med fuldkommen konkurrence, også på kapitalmarkedet. Konkurrencen vil sørge for det samme procentuelle afkast, ligegyldig hvordan kapitalen investeres (samme tidshorisont og usikkerhedsnivo forudsat). Liberaliseringen af kapitalbevægelserne har i sig selv bragt os nærmere denne situation.

Altvater hævder dog (2003: 139), at stabilitet kræver at  $p'$  er **større** end

r, og det er formentlig rigtigt, når vi opfatter ligevægten dynamisk; kapitalismen indbegriber vækst eller kapitalakkumulation, og det må kræve en vis fordel for den produktive sektor. Under alle omstændigheder er det en ustabil situation, såfremt  $p'$  i en længere periode ligger **under**  $r$ , for i så tilfælde kan den realøkonomiske vækst ikke finansiere rentebetalingerne.

Denne ustabile situation har vi imidlertid befundet os i siden 1982, altså i den nyliberale epoke.

Rentenivoet – der menes stedse realrenten, dvs. vi korrigerer for inflation - i Tyskland, Frankrig, England og USA er tredoblet fra 1,7% i perioden 1956-73 til 5,1% i perioden 1981-93 (Stretton, 1999: 755). Med Watson's ord:

"The history of the post Bretton Woods international political economy shows that the trend level of interest rates has risen every time a further liberalisation of the financial environment has made it feasible for a subsequent increase in liquidity preferences /dvs. præference for kortsigtet finansiel frem for langsigtet produktiv investering/ to be satisfied. In general, the rate of interest is now appreciably higher than it was in the era in which financial flows were policed by capital control" (Watson, 1999: 61).

Desuden svinger renten naturligvis med konjunkturerne; den var særlig høj i begyndelsen af 80erne, og særlig lav under nedgangene i begyndelsen af 90erne og efter 2001.

Profitraten – afkastet til den produktive kapital – har ikke kunnet følge trit med rentestigningen; i USA har profitraten faktisk været faldende siden 1997, altså nogle år før krisen begyndte (Brenner, 2002: 263 og Brenner, 2004: 67).

Nettoresultatet er, at mens realrenten fra 1959 til 1981 lå omkring 3% under vækstraten i G7 landene, har den siden da og indtil 2001 ligger mere end 2% **over**; faktisk skal vi tilbage til mellemkrigstiden med dens kriser for at finde noget tilsvarende (Altvater, 2003: 141). Tilsvarende anfører Felix (1998: 187) at realrente divideret med realvækst var 0,55 mellem 1959 og 1970 og 0,18 mellem 1971 og 1982, hvorefter tallet hopper til 1,83 mellem 1983 og 1994; det betyder at hvor realrenten i de to første perioder var hhv 50 og 20% af realvæksten, var den i sidste periode næsten dobbelt så stor; også disse tal er gennemsnit for G7 landene.

Tallene betyder i al deres enkelhed, at den nyliberale periode har været et ikke-bæredygtigt pyramidespil (Felix, 1998: 187); da realvæksten ikke har kunnet finansiere rentebetalingerne, har debitorerne været nødt til at tage nye lån. Dette er boble-økonomi.

Tallene betyder også at den finansielle sektor er svulmet op, på bekostning af realsektoren:

"Instead of acting as a stimulus to production, the credit system - the preservation of paper money - looks increasingly like a barrier" (Hewood, 1997: 238).

Hidtil har vi antaget at renten er eneste afkast for den finansielle kapital; dette er den rigtige betragtning, når vi som ovenfor har set på det længere sigt.

Men på kort sigt henter denne kapital en væsentlig del af sin profit – eller sit tab – gennem spekulation, dvs. i form af kapitalgevinster. Der er her mange muligheder og metoder, men da rentefald betyder stigninger i obligationskurserne, vil en lav rente typisk være forbundet med store kapitalgevinster.

Dette er en del af forklaringen på at de finansielle profitter i USA voksede dramatisk, også efter de store rentesænkninger efter 2000, så de nu er oppe på at udgøre halvdelen af de amerikanske profitter (jvf. afsnit 35.4).

Når vi indregner hele det finansielle afkast (rente plus kapitalgevinst) når vi iflg. Warburton (2000: 78f) op på et typisk afkast på mellem 20 og 40% på en investering, hvilket kan sammenlignes med et gennemsnit på 16% for den produktive investering (i OECD-landene i slutningen af 90erne). Ikke mærkeligt at pengene strømmer til den finansielle sektor.

### **35.6.2. Hvorfor finansiel opsvulmning?**

Hvorfor har vi fået en sådan usund økonomisk udvikling i den sidste snes år? De væsentligste forklaringer er nok disse:

a) I teorien skulle liberaliseringen af de finansielle kapitalbevægelser give øget konkurrence mellem udlånerne, med faldende rente til følge, men denne tendens har åbenbart været svagere end låntagernes - især staternes - konkurrence om at tiltrække kapital. Anderledes udtrykt, har den nye trussel om kapitalflugt forhindret landene i at holde en lav rente af hensyn til beskæftigelsen. Finanskapitalens nye frihed har tilladt den at sætte dagsordenen. Liberalisering giver ikke lavere, men højere rente.

Med Watson's ord:

"The history of the post Bretton Woods international political economy shows that the trend level of interest rates has risen every time a further liberalisation of the financial environment has made it feasible for a subsequent increase in liquidity preferences /dvs. præference for kort-sigtet finansiel frem for langsigtet produktiv investering/ to be satisfied. In general, the rate of interest is now appreciably higher than it was in the era in which financial flows were policed by capital control" (Watson, 1999: 61).

b) I sig selv har liberaliseringen naturligvis givet mere indbyrdes konkurrence mellem de finansielle kapitalister, men den har samtidig givet frit spil for monopoliseringstendenserne. Som vi skal se i afsnit 35.8 koncentrerer denne kapital i stigende omfang i store fonde, som er i stand til i betydelig udstrækning at sætte konkurrencen ud af kraft.<sup>14</sup> Denne markedsmagt muliggør monopolprofitter, altså øget afkast til den finansielle kapital.

c) Toporowski anfører en specifik grund til finanssektorens opsvulmning. Dette er udtryk for 'inflation på kapitalmarkedet', og den beror på at kapitalen strømmer til i et større omfang end den strømmer væk. Inflow kommer i vore dage især fra de institutionelle investorer. Imidlertid er privatiseringen af pensionsordningerne – en hjørnesten i det nyliberale program - ved at være fuldført, og når det er sket opstår problemet: At fondene på et tidspunkt skal til at udbetale større ydelser end kunderne indbetaler (denne tendens forstærkes vel af at der bliver flere ældre i den rige verden). Dermed vender strømmen på finansmarkedet, outflow overstiger inflow, markedet vil opleve en deflation og boblen briste (Toporowski, 2000: 82ff).

d) Med IT-teknologien er transaktionsomkostningerne i finanssektoren reduceret dramatisk.

e) Investorerne opfatter den moderne økonomiske udvikling som mere usikker og uforudsigelig, hvilket afskrækker fra langsigtede investeringer

"for fear of being stuck with useless capacity in a recession; investment has increasingly been skewed to short-lived, quick-payoff equipment" (Henwood, 1997: 221).

Og indenfor den finansielle kapital tilskynder den øgede usikkerhed til den helt korte pengeanbringelse. I 'gamle dage' købte man ofte værdipapi-

rer med henblik på at beholde dem indtil hovedstolen forfaldt til betaling i løbet af måske 10 eller 20 år. I dag vil en sådan adfærd blive betragtet som mærkelig; de store og afgørende 'spillere' holder kun aktivet nogle få dage, indtil en anden portefølje-kombination viser sig mere attraktiv.

f) Misforholdet mellem profitorate og rentefod beror også på den træge udvikling i førstnævnte. Hvorfor? Brenner's forklaring (2002: 254ff) er en stigende tendens til overkapacitet i de rige lande, specielt i USA. Det vender jeg tilbage til.

g) I hvert fald i USA har den politiske favorisering af finanskapitalen spillet en stor rolle. Stiglitz giver en inside-beretning om, hvordan denne kapital repræsenterer med støtte fra Fed (Greenspan), finansministeriet (Rubin) og den republikanske Kongres gang på gang formåede at sætte sine interesser igennem under Clinton-administrationen. Det gælder Fed's rentepolitik og dereguleringen af den finansielle sektor (Stiglitz, 2003: hhv. kapitel 4 og 5).

### 35.6.3. Underefterspørgsel og Keynesianismens krise

Hvad er konsekvenserne af denne opsvulmning af finanskapitalen?

Når den produktive sektor udsultes i forhold til den finansielle, er den umiddelbare slutning at den kommer til at lide af underkapacitet:

".. an increasing proportion of available capital funds is being directed towards financial markets; the corollary of which is an emergent tendency towards capital shortage in productive sectors ... " (Watson, 1999: 57f).

Denne slutning er imidlertid tvivlsom. Hvis der var mangel på produktiv kapital burde profitoraten være stigende, men som vi har set har den i hvert fald i USA været faldende, - p.gr.a. **overkapacitet**. Om kapaciteten er passende eller ej afhænger ikke af forholdet mellem den produktive og finansielle sektor, men af den **effektive efterspørgsel**. Denne har været for lille i forhold til, hvad kapitalapparatet kunne præstere af udbud; i Europa og store dele af den fattige verden har symptomet herpå været det høje arbejdsledelsesniveau op igennem 90'erne.

I vore dage er der tilsyneladende ingen kur imod denne underefterspørgsel.

Da staterne stadig havde kontrol med kapitalbevægelserne, renten og valutakurserne, kunne de i tilfælde af underefterspørgsel og arbejdsløshed på god Keynesiansk vis stimulere den effektive efterspørgsel ved at

sænke renten eller øge de offentlige udgifter. Men i vore dage vil en rentesækning betyde kapitalflugt; det samme vil ske, når en expansiv finanspolitik resulterer i inflation, dermed en devaluering af udlandets finansielle investeringer. Med fri varehandel har det altid været sådan, at et land fik inflation, dermed højere omkostninger og problemer med betalingsbalancens løbende poster, hvis staten pumpede købekraft ud i den private sektor, men med den øgede globalisering, her forstået som udenrigshandelens øgede betydning, viser denne negative effekt sig kraftigere og hurtigere (Pollin, 1998: 434f)<sup>15</sup>; idag er det tilsyneladende kun store og alsidige økonomier, med relativt lille afhængighed af udenrigshandel, der kan føre Keynesiansk politik; jeg tænker på USA, der de sidste par år har sænket skatterne og øget de offentlige udgifter (indre sikkerhed og militær), og dermed har formået at holde den virkelige krise fra livet. Endelig vil nyliberalismens internationale institutioner og politikker ofte forhindre – eller søge at forhindre - en sådan politik (jvf. fx EU's stabilitetspagt).

Lønnen har to sider. Den er en omkostning for virksomhederne, og derfor gælder det om at sænke den, hvis der er arbejdsløshed eller konkurrenceproblemer med udlandet. Men den er også kilde til efterspørgsel, og derfor skal den hæves, hvis der er arbejdsløshed. Udbudsøkonomer og arbejdsgivere lægger vægt på den første sammenhæng, Keynesianere og lønarbejdere på den sidste.

Gennem kapitalliberaliseringen har nyliberalismen imidlertid formået at ændre de økonomiske spilleregler, således at det ikke er praktiserbart for en stat at øge den effektive efterspørgsel. Det betyder ikke at Keynes tog fejl, for udnyttelsen af kapitalapparatets og arbejdskraftens kapacitet afhænger stadig af den effektive efterspørgsel. Det betyder 'blot' at den enkelte stat ikke længere – eller ikke i sammen omfang – kan afhjælpe overkapacitet/ underefterspørgsel gennem en expansiv økonomisk politik. Den er henvist til at tilpasse sig den internationale kapital ved at føre omkostnings- og strukturpolitik. Anderledes udtrykt, er markedet nu globalt, dets størrelse derfor hinsides den enkelte regerings kontrol; derfor må den indskrænke sig til at kæmpe for en så stor **andel** som muligt, og det kræver bedre konkurrenceevne, dermed begrænsede lønninger, mere 'flexibelt' arbejdsmarked osv. (Bhaduri, 1998: 153).

Der er heller intet, der tyder på at Keynes tog fejl, når han afviste at kapitalismen er selvregulerende, forstået på den måde at marked og kapital leder økonomien til fuld beskæftigelse. Man kan stadig ikke slutte fra



mikro til makro, fra små lønomkostninger til høj beskæftigelse. Man kan stadig ikke ignorere den effektive efterspørgsel, hvis man vil have fuld beskæftigelse og fuld kapacitetsudnyttelse. Underkapaciteten og den høje arbejdsløshed i nyliberalismens epoke demonstrerer.

Der er to løsninger på dette problem (hvis det ses som et problem). Den ene er at afvikle nyliberalismen ved at genindføre offentlig kontrol med kapitalen. Den anden er at etablere en global institution med kompetence til at føre Keynesiansk, efterspørgselsregulerende politik på globalt plan. Vi vender tilbage til dette spørgsmål i afsnit 35.9.

### **35.7. Valutakriserne**

De stadig tilbagevendende - og stadig alvorligere - valutakriser peger på alvorlige balanceproblemer i den globale økonomi. Diskussionen har drejet sig om, hvorvidt de udspringer af at pengeøkonomien har selvstændiggjort sig i forhold til realøkonomien og nu tenderer mod at styre denne.

En gruppe økonomer med aktuel eller tidligere høj placering indenfor IMF udgav for et års tid siden en bog, der er bemærkelsesværdig, fordi de argumenterer at valutakriserne har ændret karakter fra at være reelt til at være finansielt baseret:

".. the shock to countries dependent on foreign financing was now unprecedentedly large. In other words, the capital account now swamped the current account. Exchange rates and interest rates now responded to capital flows, no longer to changes in the balance between merchandise imports and merchandise exports. ... the relationship between crises and macroeconomic fundamentals had loosened.

At the root of the problem lies the distinction between a liquidity crises and a crises related to bad fundamentals .. When capital mobility was limited, most crises originated in the current account and resulted from misguided macroeconomic policies. But when capital is highly mobile, crises are different. Liquidity crises arise when foreign loans are suddenly withdrawn and domestic currency assets are liquidated in a frenzy" (Gregorio o.a., 1999: 2f og 52f).

Under den gammeldags krise skyldtes betalingsbalanceproblemerne et uholdbart underskud på de løbende poster, altså især for stor import og/eller for lille export; den ringe konkurrenceevne beroede som regel på for stor inflation, ofte fremkaldt af en for expansiv penge- eller finanspolitik

med store offentlige underskud. Udenlandske investorer forventede at landet måtte devaluere, kapitalen flygtede (hvis den kunne) og krisen var der. Den engelske devaluering i november 1967 (der herhjemme førte til splittelsen af 'Det røde Kabinet') var et typisk udtryk for denne kriseform.

90ernes kriser afviger i stigende omfang fra dette mønster.

Under **EMS-krisen i 92/93**, da bl.a. England, Italien og Spanien måtte opgive at fastholde værdien af deres valutaer, var der givetvis reelle problemer (Eichengreen, 1996: 171ff). Der var underskud på de løbende poster, inflationen var for høj - specielt i lyset af den tyske antiinflationspolitik (højrentepolitik) efter Genforeningen - og i god overensstemmelse med den gamle model blev Italien, der klart havde de største problemer med underskud og forringet konkurrenceevne, først ramt af kapitalflugt; og da pundet var faldet 15% stabiliseredes dets værdi på dette lavere nivo, hvilket kunne tyde på at de udenlandske investorer så denne kurs som i overensstemmelse med de engelske 'fundamentals'. Alligevel ser vi her ansatserne til den nye krisetype, for indtil få uger før selve krisen gav de nævnte svagheder i real-økonomien sig ikke udtryk i en ringere pris på fremtidsmarkedet for pund, dvs. flertallet af investorer frygtede tilsyneladende ikke en devaluering. Dette får Eichengreen til at tillægge de spekulative - selvopfyldende - angreb en vis forklaringsvægt (Krugman, 1999: 121f, mener at Soros blot fremskyndede krisen en smule, jvf. nedenfor).

Næste krise var **Mexico 94/95**. Kapitalen var strømmet til landet i årene forud, grundet den nyliberale politik og den høje rente, uden at det dog havde affødt nogen nævneværdig vækst, dvs. kapitalen var kortsigtet spekulation snarere end langsigtet investering; de store udenlandske lån modsvarede ikke af en forbedret realøkonomi ved hjælp af hvilken lånene kunne forrentes og tilbagebetales.<sup>16</sup> Samtidig var peso'en bundet til den stærke dollar, hvilket gav problemer med konkurrenceevnen og resulterede i et stort underskud på de løbende poster og faldende reserver. Skønt statsbudgettet balancerede, kan krisen således delvis tilskrives en svag realøkonomi. Anomalien - set i forhold til den traditionelle krise - lå denne gang i at krisen halverede peso'ens værdi, dvs. denne faldt langt mere end nogle svage 'fundamentals' kunne begrunde. (Et gigantisk lån fra IMF/USA forhindrede det totale sammenbrud, men alligevel faldt den industrielle produktion med 15% i 1995).

Dernæst har vi den **Østasiatiske krise 97/98**, der 'brød ud' i Thailand i juli 97. Den thailandske krise var forudset, bl.a. fordi de store udenland-

ske lån (kapitaltilstrømning) anvendtes uproduktivt; her var der altså ikke meget nyt i forhold til den gammeldags krise. Den nye type krise manifesterede sig i Indonesien og - især - i Korea, og det er disse to tilfælde, der udgør det væsentligste belæg for den af Gregorio o.a. formulerede tese. Disse lande havde nok oplevet stor kapitaltilstrømning, men økonomierne var efter alle traditionelle standarder kernesunde, uden inflationsproblemer og med udenrigshandelen og statsbudgettet i nogenlunde balance. Og krisen kan heller ikke forklares med en realøkonomisk betinget smitte fra Thailand, eftersom denne samhandel havde minimal betydning for Korea. Alligevel styrtdykkede valutaerne og de to lande oplevede drastiske tilbageslag i løbet af få måneder; i Korea voksede arbejdsløsheden med næsten 6% i 1998 samtidig med at reallønnen faldt med mere end 10% (World Bank, 2000: 57).

Imidlertid er der to typer af argumenter for at Korea's krise udsprang af realøkonomiske mangler.

For det første var konjunkturerne i foråret 97 ikke gunstige. Kinas devaluering et par år tidligere samt den svage yen havde skærpet konkurrencen, fordi de øvrige Østasiatiske valutaer var bundet til den stærke dollar; derfor var der så småt begyndt at opstå exportproblemer. Dette er rigtigt, men hvorfor har et lille konjunkturudsving så katastrofale konsekvenser? Hvorfor bliver resultatet ikke blot en lille justering?

For det andet anførte IMF/USA og den vestlige presse at hele Østasien, Japan inkluderet, ret beset led af 'Crony Capitalism', fordi det statssanktionerede og til dels korrupte banksystem havde udlånt alt for ansvarsløst, dvs. uden skyldig hensyntagen til profitabiliteten. Kuren må derfor være en sanering af banksystemet og i sidste instans en ophævelse af landenes særlige statskapitalistiske system.

Dette er et strukturelt og langsigtet argument og forklarer derfor ikke, hvorfor krisen brød ud netop i efteråret 97 (Krugman mener at landene netop i perioden før krisen havde ført en **mere** 'ansvarlig' politik end tidligere, jvf. 1999: 159). Hvordan kan det være at den model, der få måneder tidligere blev priset for høj produktivitet og spektakulære vækstrater gennem mange år, nu pludselig afslører sig som råtten? Netop ud fra en langsigtet betragtning er Østasiens økonomier sunde, fordi landene gennem mange år har opsparet dobbelt så meget som Vesten og altså er langt mindre afhængige af udenlandske lån.<sup>17</sup> Modsat USA, der overhovedet ikke sparer op - tværtimod - og derfor finansierer forbrug og investering gennem permanent underskud i forhold til udlandet, altså gennem uden-

landske lån. Hvis 'fundamentals' er kriterium, burde krisen have ramt det extravagante USA, ikke det sparsommelige Asien. Men USA indtager naturligvis en privilegeret stilling i verdensøkonomien, grundet landets enestående politiske magt (baseret på dets militære magt) og grundet dollarens rolle som reservevaluta; om man vil henregne disse forhold til 'fundamentals' må blive en smags sag.

I øvrigt er dette argument om Crony Capitalism snævert knyttet til beskyldningen om Moral Hazard, altså at statsgarantien gør bankerne uansvarlige i deres udlånspolitik og indskyderne uansvarlige i deres valg af bank. Ud fra ikke-kapitalistiske normer kan det forekomme besynderligt at identificere profitmaximering med moral, således at ikke-profit-baserede økonomiske hensyn ligefrem er 'umoral', men det umiddelbare problem er ikke moralen, men dobbeltmoralen: Det er svært at se hvorfor det er galt at asiatiske stater hjælper banker og indskydere, der har økonomiske problemer, når USA/ IMF dækker alle tab, som store vestlige investorer måtte lide: De fleste af de milliarder, der blev givet i 'støtte' til Korea og Indonesien, bevægede sig hurtigt tilbage til den vestlige finanskapitals konti.

Gregorio o.a. (herunder Eichengreen) samt Krugman er alle tilhængere af globalisering, forstået som kapitalmobilitet, men de er enige om at den sydkoreanske og indonesiske krise ikke kan forklares realøkonomisk;<sup>18</sup> Gregorio o.a. mener som sagt at der er tale om en ren likviditetskrise, altså vedrører kredit **som sådan**. Krisen kommer ikke indfra, men **udfra**: Fra det internationale finanskapitalistiske system og de nye spilleregler, som hersker her. Krugman bruger en malende parallel (1999: 159f): Hvis mange forskellige biler med meget forskellige førere alle kører galt på en bestemt vej, er det da ikke mere nærliggende at lede efter fejl ved vejen end ved biler og førere (selvom disse næppe er perfekte)? Hvorfor rammes både Korea og Indonesien, der trods fællesasiatiske træk dog er vidt forskellige (rigt og udviklet versus fattigt)? Hvorfor også Brasilien,<sup>19</sup> ja, selv et nyliberalt udstillingsvindue som Hongkong (hvor angrebet dog blev slået tilbage med succes)?<sup>20</sup> Og først og fremmest: Er det ikke tankevækkende at de Østasiatiske lande, der havde bevaret kapitalkontrol, nemlig Kina og Taiwan, undgik krisen?

På grundlag af disse kriseforløb vil jeg konkludere:

I 'gamle dage', da kapitalen var mindre mobil, var finanskapitalen underordnet landenes realøkonomi. Men i takt med at kapitalliberaliseringen har vundet frem, er der opstået tendenser til at en selvstændiggjort

finanskapital bestemmer realøkonomiernes skæbne. Imidlertid er mønstret uhyre kompliceret, især fordi vi aldrig har at gøre med rene økonomiske sammenhænge; politiske indgreb spiller afgørende ind.

### 35.8. Finansiell markedsmagt

Der er stærke monopoliseringstendenser indenfor finanssektoren. Store spillere såsom de institutionelle investorer (pensionsfonde, forsikrings-selskabet etc.) og Hedge Funds får dermed mulighed for at påvirke finansmarkedet til egen fordel; snarere end at udnytte markedet skaber de markedet. I den udstrækning dette er tilfældet, mister finanssektoren ifølge enhver økonomisk teori social rationalitet; ikke engang Soros hævder, at hvad der er godt for ham er godt for verden.

Med henblik på at identificere det særegne ved moderne speulationskapital er det hensigtsmæssigt at begynde med de økonomiske former, hvoraf den er afledt.

**Arbitrage.** Dette er den form for spekulation, som vi kender fra købmandskapitalen, hvor profitten hjemtages ved at købe billigt og sælge dyrt. Det typiske eksempel er agenten, der opkøber billige kartofler i sæsonen og sælger dem dyrt udenfor sæsonen; denne funktion kan siges at være stabiliserende og dermed samfundsgavnlig, fordi forbrugerne nu kan få kartofler hele året, til priser der ikke svinger vildt.<sup>21</sup>

Under guldfoden før 1914 havde valutaspekulation overvejende denne 'godartede' karakter; alle var sikre på at centralbankerne ville tilsidesætte alle andre hensyn for at sikre pariteten, så hvis valutaen faldt i værdi var det en sikker og god forretning for spekulanter at opkøbe den, og denne extraefterspørgsel ville i sig selv bidrage til en værdistigning (Eichengreen, 1996: 30f). Spekulation var stabiliserende, fordi devaluering ikke betragtedes som en mulighed. De moderne problemer opstår, fordi der nu er mulighed for at valutaen er billig fordi den er 'damaged merchandise', dvs. risikerer at blive nedskrevet (som hvis ovennævnte kartofler er billige om sommeren fordi de er rådne).

**Hedging.** Dette betyder ordret 'at gardere sig eller sikre sig', nemlig mod ufavorabel usikkerhed. Den umiddelbare funktion er ikke som ved arbitrage at stabilisere samfundsøkonomien, men privatøkonomien.

Dette kan gøres på to måder:

1) Den finansielle agent kan diversificere sin portefølje, således at risikoen mindskes ved at spredes på mange forskellige værdipapirer og valutaer.

2) Den egentlige hedging er imidlertid knyttet til futures og andre derivativer. Dette har været almindeligt i mange år indenfor varemarkedet, typisk ved at landmanden i maj indgår en kontrakt om at levere høst-udbyttet i oktober til en forud fastlagt pris; derved garderer han sig mod et ødelæggende prisfald. Risikoen overtages af køberen, naturligvis for en pris. I dag omhandler futures altovervejende værdipapirer, valutaer og rentesatser.<sup>22</sup>

Videre har vi, hvad jeg vil kalde **reaktiv spekulation**. Hermed mener jeg at en agent sælger et værdipapir eller en valuta af frygt for kursfald. Salget vil naturligvis påvirke kursen, nemlig i nedadgående retning, men motivet er ikke at påvirke prisen, at styre markedet. Motivet er frygt for tab, og adfærden er bestemt af den forventede markedsudvikling.

Langt de fleste kapitalbevægelser i forbindelse med valutakriser er af denne type, og det er klart at de virker destabiliserende, især hvis kapitalflugten bliver til en panik. Om en sådan reaktiv spekulation er socialt rationel - dvs. bidrager til en effektiv allokering af kapitalen - afhænger ganske af krisens karakter og forløb: Ja, hvis krisen skyldes svage 'fundamentals', altså en overvurderet valuta, nej, hvis dette ikke er tilfældet og især hvis resultatet bliver en nedskrivning af valutaen til langt under, hvad realøkonomien kan berettige, jvf. omtalen ovenfor af 90ernes forskellige kriser.

Endelig kommer vi til den **egentlige spekulation**. Herved forstår jeg at den finansielle agent - og ikke markedet - er den første årsag; agenten er aktiv og skabende snarere end reaktiv, og han motiveres ikke af frygt for tab, men af ønske om profit. Denne spekulant har markedsmagt og må derfor i en eller anden grad være (finansiel) monopolist.

Den simple form for denne type spekulation har vi, når en betydende spiller gennem køb af et aktiv påvirker dets pris i opadgående retning (på samme måde som når en centralbank foretager støtteopkøb). Hvis spilleren fx besidder en betydelig aktiepost kan han inkassere en kapitalgevinst ved at opkøbe så store partier af aktien at kursen stiger. Krugman beskriver (1998: 138ff), hvordan et japansk selskab - Sumitomo Corp. - manipulerede kobbermarkedet på denne måde, tjente store beløb, men i sidste instans tabte \$3 mia. Kobberopkøbene skabte knaphed og dermed høje priser, men udfordringen er derefter at realisere kapitalgevinsten ved at sælge kobberet i tilpas små mængder over en tilpas lang periode, således at prisen ikke falder for meget; det lykkedes i lang tid, men til sidst gik det altså galt.<sup>23</sup>

En mere avanceret form for egentlig spekulation praktiserede Soros i 1992, da han tjente \$1 mia. Det skete således: Først optager hans Hedge Fund (Quantum Fund) et stort lån i den valuta, der er udset til mål for angrebet (her pund til en værdi af \$15 mia); dernæst sælges ud af disse pund, og da han timede det rigtigt - og fulgte op med udtalelser om pundets svage stilling - lykkedes det at skabe frygt for devaluering hos andre, som derfor flygtede fra pundet; trods støtteopkøb på \$50 mia kunne regeringen ikke fastholde valutaens værdi, så da han betalte det oprindelige pundlån tilbage havde det kun en værdi af \$14 mia. Angrebet kunne lykkes for en enkelt spiller, fordi der er to 'multiplikatorer' involveret: For det første kunne han, grundet sin store kreditværdighed, låne 50 gange så meget som han selv havde,<sup>24</sup> og for det andet multiplicerer de frygtsomme, reaktive spekulanter Soros' 15 milliarder dollar mange gange.

Ved spekulatjonen imod Rusland i sommeren 1998 var metoden en anden. Her opkøbte fondene russiske papirer, fordi de af indlysende grunde - Ruslands kreditværdighed - gav renter på op imod 300% (Gregorio o.a., 1999: 12). De håbede at deres støtteopkøb kunne holde rublen oppe, men først og fremmest regnede de med at Vesten ville redde rublen og forhindre Rusland i at gå fallit, fordi landet var 'too big to fall'. Denne spekulation slog fejl; der var ingen 'bail out' denne gang.

Men derudover kan egentlig spekulation foregå på et utal af forskellige måder.

Fondene opererer normalt off-shore og er stort set uregulerede. Derfor eksisterer der meget lidt officiel - offentlig - viden om dem; hvad vi véd beror på lækager og rygter samt slutninger fra de observerede økonomiske forløb i forbindelse med specielt valutakriser. Der eksisterer en stor mængde Hedge Fund's, specielt i USA, men kun en halv snes formodes at have markedsmagt og dermed være udtryk for finansiel monopolkapital.

Da fondene kan låne mange gange deres egenkapital - låne 'på marginen' og dermed opnå stor 'leverage' - vil selv minimale kursudsving give en meget høj profitrate (Krugman, 1999: 120). Hvis spekulanten med \$1 mio kan låne for \$100 mio, vil et fald i den angrebne valutas værdi på 1% give en profitrate på 100%, formentlig over nogle få uger. Men omvendt er det naturligvis meget risikabelt, umiddelbart for de långivende banker, middelbart for de økonomier, der er afhængige af bankerne. Selve betegnelsen 'Hedge Fund' er Orwell'sk, eftersom de ikke garderer mod risiko,

men skaber den.

Fondene øger det samfundsøkonomiske risikonivo, fordi det er tilfældigt om en monopolkapitalistisk profitinteresse falder sammen med en samfundsøkonomisk interesse. Krugman argumenterer<sup>25</sup> at det faktisk var til gavn for England, at Soros fremtvang en devaluering, og tilsvarende kan det siges at det fra Ruslands synsvinkel var umiddelbart gavnligt at fondene støttede rublen. På den anden side betød fondenes store tab i Rusland at de var nødt til at likvidere aktiver i Brasilien, altså kalde lån tilbage, hvilket udløste den brasilianske krise i 98/99, ligesom selv USA's økonomi var truet i nogle hektiske dage i september/oktober 1998. Men på 'den tredje side' havde fondene lånt meget af deres kapital i yen og for at betale tilbage - hvilket de nu var tvunget til - måtte de først opkøbe yen; derfor steg yen i værdi (fra 147 til 115 for en dollar fra august til oktober 98), hvilket var godt for de andre Østasiatiske lande, som derfor fik et skub til at komme ud af krisen.

Hedge Fund'enes eventuelle rolle ved udløsningen af den Østasiatiske krise er et kontroversielt spørgsmål. Malaysias leder, Mahathir, beskyldte Vesten for økonomisk aggression, med Soros i spidsen for stormtropperne, og Gowan mener (1999: 95ff) på linie hermed at Hedge Fund'ene angreb Thailand i maj 97, og lidt senere Indonesien og Malaysia, som en opfølgning af det stigende amerikanske pres på Østasien for at åbne op for amerikansk kapital. Krugman afviser, med henvisning til at Soros faktisk tabte penge i Thailand og at det i høj grad var malajerne selv, der havde spekuleret mod deres valuta (Krugman, 1998: 147 og 1999: 124f). Men Soros eller ej - og han er kun en af spillerne - er der enighed om at fondene spekulerede i denne arena og deres rolle - eller rettere: om denne rolle skulle offentliggøres - skabte endog en splittelse blandt IMF lederne (Gowan, 1999: 99). Men det er foreløbig umuligt at sige om denne rolle var afgørende, om de største fonde koordinerede deres aktiviteter (Krugman, 1999: 127, gætter på at dette var tilfældet ved det mislykkede angreb på Hong Kong i august/september 1998) og om deres aktivitet var under kontrol af den amerikanske regering. Selv om de store fonde er offshore og formelt uregulerede, er de amerikansk baserede, og som Gowan gør opmærksom på er det usandsynligt at USA ikke skulle have et vist hold på eller i det mindste kendskab til deres planer og aktiviteter, specielt efter at amerikansk efterretningsvirksomhed har opprioriteret handelsmæssige og finansielle spørgsmål.

Men dette er gisninger; svaret på spørgsmålet 'Qui Bone?' udpeger ikke



nødvendigvis en 'konspirator'. Det sikre i den Østasiatiske krise er a) at det nyliberale program, forfægtet af USA, IMF og WTO, har oplevet et afgørende gennembrud med svækkelsen af statskapitalismen og åbningen af denne region for den internationale kapital, og b) at den vestlige - og til dels japanske - selskabskapital har nydt store fordele af krisen ved billigt at kunne overtage dele af det Østasiatiske produktionsapparat (jvf. Wade/ Veneroso, 1998: 20f), uden at det gik ud over den vestlige finanskapital (den blev 'bailed out'). Det lidt mindre sikre er at USA's/IMF's løsningsmodel uddybede krisen. Det mest usikre er om alt dette var resultat af politisk planlægning fra USA's side.

### **35.9. Afslutning**

Jeg har anført en række argumenter imod at den finansielle kapital giver en socialt rationel fordeling af den produktive kapital.

- empiriske undersøgelser tyder ikke på at kreditten flyder til de virksomheder, der har størst profitabilitet og dermed mest gavn af kapitalen (idet vi her forudsætter at profitabilitet er kriterium på kapitalknaphed og dermed kapitalbehov),

- da prisen på værdipapirer afhænger af forventningerne til fremtiden, vil relationen mellem denne pris og realøkonomien altid være usikker; denne potentielle irrationalitet skærpes af at prisdannelsen umiddelbart er bestemt af massepsykologiske forhold, mens forventningerne til realøkonomien kommer i anden række,

- et rationelt finansmarked er et marked, hvor de relevante informationer er tilgængelige; ellers bliver kurserne vilkårlige. Det privatkapitalistiske system indebærer imidlertid at de relevante informationer er private og derfor ikke kendte; denne 'market failure' er indbygget i markedet. Dele af den relevante viden kan købes (for en høj pris), hvilket giver en fordel for de store spillere.

- der er tendenser til at den opsparing, der indgår i det finansielle system, i stedse mindre grad finder ud af dette og forvandles til produktiv kapital. Finanssektoren svulmer op og selvstændiggøres i forhold til realøkonomien,

- specielt når vi betragter det globale system er det imidlertid oplagt at denne selvstændiggørelse ikke resulterer i indifferens mellem de to sektorer, men snarere at den finansielle kapital nu styrer den produktive kapital; de moderne valutakriser tyder på at det er pengeøkonomien, der bestemmer udviklingen i realøkonomien og ikke omvendt,

- på de finansielle markeder er der kraftige monopoliseringstendenser, hvilket giver de store spillere - især Hedge Funds - stor markedsmagt. Dette betyder dels at risikoniveauet øget, dels at det bliver tilfældigt om aktiviteten på finans'markedet' gavner eller skader, stabiliserer eller destabiliserer real-økonomierne.

Når alt dette er sagt bliver der to store spørgsmål tilbage:

1) Der synes som sagt at være tendenser til at finanskapitalen styrer - eller forkrøbler - realøkonomien, således at det er 'fundamentals', der må omstruktureres, hvis de ikke harmonerer med finanskapitalens imperativer, - og ikke omvendt. Er der en grænse for denne proces? Er den opsvulmede finanssektor en omvendt pyramide, placeret i ustabil balance på et smalt grundlag af realøkonomi?<sup>26</sup> Kan markedet for derivativer blive ved at vokse eksponentielt uden at der er en tilsvarende vækst i den reelle økonomiske aktivitet, som dette markedet er afledt af? Væksten i derivativer

"has been truly phenomenal, so that the value of outstanding derivative contracts in twenty-six countries was estimated as amounting to twice the value of world economic output, or some \$47,5 trillion in March 1995" (Strange, 1998: 30, på basis af tal fra IMF).

Kan alle disse veksler på fremtiden honoreres?

Da vi undersøgte det tilsvarende spørgsmål indenfor den almene markedsøkonomi (Kapitel 12.9.4), svarede jeg at det realøkonomiske koordinationsproblem - samordningen af produktion og behov - måtte løses, men at det løses på pengenes præmisser: Ved at udskille de produkter der ikke kan finde købedygtige behov, og de behov der ikke bakkes op af penge. Harmonien etableres gennem udstødning af markedsuegnede producenter og forbrugere. Ved overgangen til kapital og fra konkurrencekapitalisme til monopolkapitalisme genfandt vi denne udstødningsmekanisme.

Samtidig insisterede jeg imidlertid på at denne proces har sine grænser, fordi ethvert økonomisk system forudsætter mennesker (Kapitel 12.11); deraf den grundliggende modsætning i den private produktionsmåde, som fremstillet i Kapitel 13.

Ved betragtningen af finanskapitalen - penge som kredit - i dette kapitel er det som om selve realøkonomien tenderer mod at blive udstødt. Jeg vil her stadig insistere på at denne proces har sine grænser, men præcis

hvor de ligger og hvordan de vil manifestere sig (økonomisk, økologisk, politisk) kan ingen vide.

2) Hvis det er rigtigt at finanskapitalen i sin moderne udformning er socialt irrationel, og hvis det er rigtigt at den nuværende økonomiske udvikling er uholdbar, opstår spørgsmålet om, hvorvidt det er muligt at reformere kapitalismen ved at annullere kapitalliberaliseringen og atter sætte den produktive kapital i højsædet? Kan vi vende tilbage til Bretton Woods og til den verden Keynes fægtede for? Kan kasinoet 'afkøles', som Susan Strange allerede i 1986 udtrykte det? Det er indlysende at en sådan proces må være international, for selvom Chile og Malaysia på forskellige tidspunkter har indført et vist mål af kapitalkontrol, vil det generelt gælde at et land, der forsøger noget sådant, risikerer at blive 'passed over by foreign investors', som Eichengreen skriver (1996: 137).

Mange idéer er lagt på bordet, fra Susan Strange's appel i 1986 (1986: 175) til den amerikanske regering om at styre finanskapitalen (hvilket den måske gjorde under den Østasiatiske krise!), til nyere idéer om en Tobin-skat. Norman Girvan fra Jamaica har foreslået at oprette en ny International Monetary Authority, der skal mediere et historisk kompromis mellem den globale kapital og det internationale statssystem (repræsenteret ved FN):

"It may be useful .. to imagine how an international monetary and regulatory system that takes into account the interests of the majority of humanity might be configured. Let us suppose that such a system should be supportive of equitable and sustainable human development globally, and specifically of poverty eradication, and should respect the political, economic and cultural diversity of the world community and the desire of people to exercise some degree of control over their own lives. Let us also recognize that increasing global economic interdependence is a fact of life, driven by technology as well as by the logic of capital" (Girvan, 1999: 417).

Formålet skal tilgodeses bl.a. ved at den nye organisation regulerer kapitalbevægelserne og udsteder en ny verdensvaluta til erstatning for især dollaren. Jeg vil tilføje at organisationen også bør have midler til at regulere den globale efterspørgsel; ellers bliver der hverken stabilitet eller global velfærd.

Der er to problemer med et sådant reformforslag.

Det **første problem** er om det er politisk muligt. Den dominerende

alliance af USA, IMF og den internationale finanskapital er forpligtet overfor den gældende verdensorden med frie kapitalbevægelser og accepterer næppe frivilligt et andet system, med mindre kræfterne bag dette program svækkes afgørende af en alvorlig politisk-økonomisk krise i USA.

Umiddelbart bestod kapitaldereguleringen af en række politiske beslutninger, så hvorfor skulle de ikke kunne omgøres, hvis den politiske vilje og styrke er til stede? Men faktisk brød Bretton Wood systemet jo sammen, så spørgsmålet er om en kapitalisme med kapitalkontrol er 'viable'? Eller er der økonomiske kræfter og lovmæssigheder, der stedse vil drive den 'sunde' produktive kapitalisme i retning af finanskapitalisme? Dette er det **andet problem**.

Bretton Wood systemet med rimeligt faste valutakurser **krævede** kapitalkontrol; for selv at bestemme valutaernes værdi måtte staten forhindre kapitalen i at gøre det.

Overgangen til flydende kurser i begyndelsen af 70'erne var **politiske** beslutninger, først og fremmest fra USA's side; det var nu ikke længere nødvendigt at have kapitalkontrol, dvs. deregulering blev økonomisk muligt. Hvis dette var alt kunne man 'blot' omgøre disse beslutninger og genindføre et fastkursystem med kapitalkontrol.

Men det er ikke alt, for hvorfor lod USA og de øvrige lande valutaerne flyde? Eichengreen argumenterer her (1996: 93ff, 120ff og 136ff) at interne modsigelser i Bretton Wood systemet dømte det til undergang, og at dets overlevelse i så mange år kun kan forklares med de gentagne politiske interventioner for at redde det. Der var 2 typer af problemer:<sup>27</sup>

a) Systemets raison d'être lå i at kapitalkontrol og ret faste kurser understøttede en fri varehandel, således at man kunne undgå uproductiv og skadelig spekulation og drage fordel af de komparative fordele. Men faktisk fungerede kapitalkontrollen bedst indtil 1959, mens der stadig var kontrol med handelen (krav om import-licenser). Da konvertibilitet for de løbende poster blev indført efter 59, blev det vanskeligt at fastholde kontrollen med egentlige kapitalbevægelser, fordi disse kunne camoufleres som betaling for varer og tjenesteydelser. Generelt er det simpelthen meget svært for kontrollerende myndigheder at skelne mellem 'gode' realøkonomisk funderede valutabevægelser, der er betaling for varer og tjenesteydelser eller for produktive udenlandske investeringer til bygning af fabrikker etc. ('Foreign Direct Investments'), og så de 'dårlige', rent spekulative bevægelser.

b) Da varehandelen blev liberaliseret efter 1959 kunne myndighederne ikke længere direkte forhindre større underskud overfor udlandet. Staten/centralbanken måtte nu ved en sådan eventualitet enten devaluere eller også føre en restriktiv politik med rentestigninger og nedskæringer i de offentlige udgifter. Det første var staterne betænkelige ved, bl.a. fordi de frygtede at mindre tillid til valutaen ville forstyrre varehandelen; og det sidste forhindredes af den 'sociale kontrakt' mellem kapital og arbejde (jvf. 35.2 ovenfor).

Hvilke konklusioner kan der drages heraf?

Punkt a) tilsiger at finanskapitalen kun kan kontrolleres effektivt, så længe den kapitalistiske realøkonomi også bliver det, altså at den 'rene' produktive kapitalisme er et fatamorgana.

Punkt b) antyder imidlertid at en sådan blandingsøkonomi, hvor staten planlægger og hvor kapital og arbejde deler magten, er en ustabil legering.

Af både politiske og økonomiske grunde er en tilbagevenden til et system à la Bretton Woods, hvor den produktive kapital holder finanskapitalen i snor, næppe mulig. Dette peger i retning af mere radikale alternativer.

Bog 3 om kapitalismen er hermed afsluttet. I Bog 4 vender vi os til et helt andet tema, nemlig demokrati. I Bog 5 samles trådene.

## NOTER

1. Hvis virksomheden ejer maskiner, må der dog tages højde for at den ikke længere har et helt frit valg, for hvis pengene udlånes står maskinerne ubrugte tilbage, dvs. denne del af kapitalen afkaster intet.

2. Derivativer kan defineres som "contracts specifying rights and obligations which are based upon, and thus derive their value from, the performance of some underlying instrument, investment, currency, commodity or service index, right or rate" (Cornford, cit. af Strange, 1998: 30).

3. Denne sprogbug kan måske forlede til at tro at Eichengreen er marxist, hvilket bestemt ikke er tilfældet. Men han er kritisk overfor såvel IMF's struktur (bestemt for meget af de kapitalstærke vestlige lande) som organisationens politik i den Østasiatiske krise (det vender jeg tilbage til), jvf. Gregorio o.a., 1999.

4. Dette billede er meget forenklet, og specielt må det pointeres at alle naturligvis var enige om at pengepolitikken på kort sigt influerede på realøkonomien. På den anden side må

det også huskes at pengenes binding til gullet satte snævre grænser for pengepolitikken.

5. Jvf. Marx, 1894: 350ff, samt Pivetti, 1991: 8f, og Panico, 1988, der giver en detaljeret redegørelse for Marx's udsagn om rentefoden (de relevante kapitler i *Das Kapital* er ikke en gennemarbejdet teori, men forskellige udsagn, som Engels senere samlede).

Rogers, 1989: 169, har helt misforstået Marx, når han tillægger ham den opfattelse at rentefoden skulle bestemme profitraten. For Marx er rentefoden godt nok et 'rent empirisk' fænomen, men deraf følger ikke at den kan betragtes som en exogen variabel, som profitraten må tilpasse sig. Dette ville være i klar modstrid med hele Marx's udvikling af merværdien og profitten fra udbygningen i produktionsprocessen. Marx tænkte ikke i ligevægtsteoriens kategorier!

6. "It might be more accurate, perhaps, to say that the rate of interest is a highly conventional, rather than a highly psychological phenomenon. For its actual value is largely governed by the prevailing view as to what its value is expected to be. **Any** level of interest which is accepted with sufficient conviction as **likely** to be durable **will** be durable; subject, of course, in a changing society to fluctuations for all kinds of reasons round the expected normal" (Keynes, 1936: 203).

7. Jvf. Rogers, 1989: 12 og 169, og Panico, 1988: 102ff. - I Sraffa's system kan der ikke være simultan determination af ligeværdige variabler. Der 'mangler' en ligning - der er en frihedsgrad - hvilket betyder at enten profirate/rentefod eller realløn må bestemmes exogent. Både hos Sraffa og ved Keynes' 'durable' rentefod er det rentefoden, der er exogen, hvorefter profitraten og alt andet må tilpasse sig ('bestemmes').

8. Jason Alexander, forfatter til *Philosophy of Investors*, mener endog at "the market - whether stock, bond, or super - is a barometer of civilization" (Cit. efter *Economist*, The, 1995: 43).

9. P. Hildebrand fra Moore Capital Strategy Group mener tilsvarende at "global solutions favour bondholders against equity investors, which creates a bias towards debt and against foreign direct investment and equity" (Cit. i Gregorio, 1999: 118f).

10. Dette er den simple version. Set i perspektivet fra den generelle ligevægtsteori kan en stor kapitalmængde godt være associeret med en høj profirate, uden at det diskvalificerer profitraten som 'kapitalens pris' (ligesom et stort smørudbud kan være associeret med en høj smørpris, grundet indvirkningen fra de andre priser). Den stringente kritik beror på de dimensionale problemer, jvf. Kapitel 26.2.

11. Bemærk parallellen til overgangen fra  $V - V$  til  $V - P - V$ , der blot giver mulighed for krise, jvf. Kapitel 16.3.2.

12. Denne 'ramme' bestemmer den generelle markedsudvikling (op eller ned); det følgende refererer i stedet til prisforholdet mellem de forskellige virksomheders papirer.

13. Stiglitz, 2003, giver en levende beskrivelse af, hvordan de amerikanske selskaber i 80'erne og især i 90'ernes bobleøkonomi formåede at skrue aktiekurserne op gennem diver-

se tricks, der vildledte aktionærene. Fx blev de aktieoptioner, som CEOere aflønnes med, ikke opgjort som en udgift for selskabet; dermed blev det usynligt at disse optioner – disse potentielle extra aktier – forringer de eksisterende aktiers værdi; flere aktier skal deles om det samme overskud. Iflg. én vurdering betyder det, at aktiekurserne generelt er 20% overvurderet! (Stiglitz, 2003: 127). Sagen blev ikke bedre af at de revisorer, der skulle modarbejde sådanne metoder, selv tjente på dem.

Stiglitz fik iøvrigt Nobelprisen netop for sit arbejde om asymmetrisk information.

14. Om den finansielle liberalisering faktisk har givet mere global konkurrence på kreditmarkedet kan måles på, om der har været en international tendens til rentekonvergens. Dette er naturligvis meget vanskeligt, fordi testen forudsætter at de forskellige udlånsvilkår (især forskellig sikkerhed) nulstilles. Den mest stringente test indikerer, at "there has been no general movement towards greater market convergence ..." (Baker o.a., 1998: 14).

15. Pollin erkender altså disse vanskeligheder, men han argumenterer for forskellige måder, hvorpå de til dels kan overvindes.

16. Overhovedet skal det mexicanske økonomiske eventyr op til krisen ikke forveksles med forbedrede levevilkår for almindelige mennesker:

"Total poverty rose from its lowest point of 28% in 1984 to 36% in 1989, or from 20,7 to 29,6 million poor. Infant and preschool mortality caused by nutritional deficiencies increased from 1982 onward, and educational indicators for the poor deteriorated. From 1989 to 1994 growth resumed, largely due to economic and financial liberalization, real pr. capita GDP growth averaged 2%. Although the total poverty headcount index had declined slightly to 34% by 1994, the number of poor had increased to 30,7 million. .. 86% of the rise in poverty trends in Mexico from 1984 to 1994 resulted from the increase in inequality, while the rest was the result of the drop in GDP per capita /faldt 1,9% pr. år fra 82-89/'. Efter krisen øgedes fattigdommen dramatisk, "rising to 45% in 1996, or 41,7 million" (World Bank, 2000: 52f).

Men 'succes' er et relativt begreb: "An essential ingredient in the success of Mexico in the past decade - as with all other successful economies - has been its increased openness to the world economy and integration into international financial markets" (tidligere IMF-leder Camdessus i 1995, cit. hos Gregorio o.a., 1999: 2).

17. Og opsparingen foregår i overvejende grad i form af husholdningernes bankindskud. Derfor finansierer virksomhederne deres investeringer ved at optage banklån. I Vesten spiller aktier, obligationer eller intern finansiering en større rolle.

Men da det Østasiatiske mønster giver en høj belåningsgrad for virksomhederne, lider økonomierne af en stor følsomhed ved økonomiske tilbageslag, hvorfor samarbejde mellem banker og virksomheder samt regeringsstøtte er nødvendig. "The trick is to buffer firms' cash flow and supply of capital against 'systemic' shocks, while not protecting firms from the consequences of bad judgment or malfeasance" (Wade og Veneroso, 1998: 7).

Høj belåningsgrad er altså ikke ensbetydende med økonomisk uansvarlighed, og det tætte

samarbejde mellem virksomhed, bank og stat er en strukturel nødvendighed. Statskapitalisme har sine risici, men er ikke i sig selv udtryk for Crony Capitalism.

18. Krugman argumenterer dog også for (1999: 27ff) at de Østasiatiske økonomier lider af et langsigtet produktivtetsproblem.

19. For at fuldstændiggøre listen over 90ernes kriser: Ruslands valuta blev angrebet i sommeren 98 med det resultat at landet i praksis måtte opgive at honorere sin gæld, og i 98/99 kom turen til Brasilien. I Ruslands tilfælde er det ikke svært at finde realøkonomiske svagheder; Brasiliens krise synes at bero på en kombination af et stort budgetunderskud og 'smitte' fra Rusland, fordi Hedge Funds, der tabte penge dér, måtte dække tabene ved at trække penge ud af Brasilien.

Senere er Argentina og Tyrkiet blevet ramt af valutakriser.

20. IMF opfattede alle disse kriser som gammeldags 'current account' kriser, affødt af interne problemer i de ramte lande, nemlig dels en uansvarlig økonomisk politik, dels strukturelle svagheder (Crony Capitalism). Betingelsen for IMF-lån var derfor dels en restriktiv politik med høje renter og nedskæringer på statsbudgettet, dels strukturreformer der sigtede mod en afvikling af statskapitalismen (sanering af banksystemet, opbrydning af de sydkoreanske chaebols). Dette formodedes at ville genoprette de udenlandske investoreres tillid.

Da Gregorio o.a. samt Krugman er uenige i IMF's diagnose, er de kritiske overfor kuren. Gregorio o.a. ser som sagt kriserne som (kortsigtede) likviditetskriser, hvorfor modtrækket først og fremmest er en likviditetsindsprøjtning, og de antyder forsigtigt at de finanspolitiske stramninger gjorde ondt værre ved at udløse en egentlig depression (som sagt havde Korea og Indonesien ikke budgetproblemer); og strukturreformer bør ikke gennemføres midt i en krise: at lukke banker er en invitation til panik (Gregorio o.a., 1999: 53, 61f og 75f).

Disse forfattere ser IMF som en institution, hvis sigte er at hjælpe de kriseramte lande samt sikre global finansiell stabilitet, om end det erkendes at US 'exercises a disproportionate influence over decision-making in the Fund' (Gregorio o.a., 1999: 82). Men generelt tolker de IMF's krav som udtryk for forkerte analyser, altså intellektuelle mangler.

En anden 'insider', Joseph Stiglitz, der var cheføkonom i Verdensbanken 1997-2000, er mindre forbeholden i sin kritik og analyse: "Alt, hvad IMF gjorde /i den Østasiatiske krise/, var at gøre recessionen dybere, længere og stærkere" (cit. i dagbladet Information, 7/2 2001), og han har antydnet at USA og IMF blev drevet af et ønske om at varetage de finansielle interesser i USA og resten af den udviklede verden, snarere end Østasiens interesser. For en fyldig fremstilling af denne kritik, se Stiglitz, 2002.

Gowan er den mest radikale kritiker. Han betragter IMF som et instrument for amerikanske interesser, og disse var kort fortalt at få svækket de Østasiatiske konkurrenter afgørende, dels ved at fremkalde en økonomisk nedtur, dels ved at åbne regionen for amerikansk kapital (hvis indtrængen jo var hæmmet af statskapitalismen). Gowan (1999: 88f) henleder her opmærksomheden på at en omfattende amerikansk handelskrig - hvor våbnet var Super 301 klausulen - fra 1987 til 1996 fik vendt et koreansk handelsoverskud på \$9,6



mia i forhold til USA til et underskud på over \$4 mia; den afgørende sejr var Korea's accept af USA's betingelse for OECD-medlemskab, nemlig 'to open its capital account /i december 1996/, and a devastating crises followed', som selv Gregorio o.a., 1999: 28, udtrykker det. I øvrigt består Gowan's belæg i en detaljeret gennemgang af forhandlingsforløbet i december 97/januar 98 i Seoul, men det vil føre for vidt at komme ind på dette. Gowan's portræt af IMF kan passende kontrasteres med Sir Alan Walters' (1994). Med henvisning til at IMF's og Verdensbankens 'conditionalities' sjældent håndhæves strikt mener han, at disse organisationer i realiteten subventionerer korrupte regeringer i den Tredje Verden (s.11f), at Verdensbanken påvirkes af 'fads and fashions' såsom befolkningskontrol og fattigdomsbekæmpelse i stedet for at anlægge en mere forretningsmæssig synsvinkel (ss.13f), og at regeringerne opretholder de to organisationer, fordi de giver 'jobs for the boys' (s.15). For at komme disse 'government failures' til livs, burde organisationerne nedlægges.

21. En klassisk fremstilling af **denne** spekulants samfundsnyttige aktivitet findes i kapitlet 'What should we do without the speculator?' i Lerner, 1961. Smlgn. også Kapitel 12.9.2; bemærk her at i Lachmann's terminologi beror 'arbitrage' på spatiale, 'spekulation' på intertemporale prisforskelle (forsyningssituationer).

22. Kun 6% af amerikanske landmænd handler i futures, og to tredjedele af disse gjorde det ikke for at købe sikkerhed, idet kontrakten omhandlede afgrøder de ikke selv dyrkede (Henwood, 1997: 38). Der var altså tale om ren spekulation, i den forstand at formålet ikke var at undgå tab, men at opnå profit.

23. Strategien "only works if not too many people realize what is going on - otherwise nobody will sell to you in the first place unless you offer a price so high that the game no longer pays."

24. Ifølge Soros selv, jvf. Gowan, 1999: 54. IMF mener at Hedge Fund's altid kan låne 20 gange egenkapitalen. Det viste sig at den store amerikanske fond Long Term Capital Management (der specialiserede sig i kortsigtet spekulation) havde opnået en 'leverage' - som det hedder - på 250, før den i 1998 var ved at gå fallit.

25. Sammenhænge i denne paragraf bygger på Krugman, 1999: 118ff og 141f.

26. Toporowski (2000: 58ff) mener at finansmarkedet er gennemsyret af hvad der kaldes 'Ponzi finance', dvs. et system hvor der stadig optages nye lån for at klare de gamle, således at gælden vokser og vokser uden at aktiverne øges; iflg. Henwood (1997: 223) var 80erne en Ponzi periode i USA's økonomi.

Ponzi-finans kommer i mange variationer, men fælles er a) at et sådant system på længere sigt er uholdbart, og b) at de, der kommer først til og henter deres penge ud i tide, vinder, mens resten taber. Den klareste form finder vi i de egentlige pyramidespil (jvf. Albanien), men iflg. Toporowski er også fx pensionsfondene ret beset pyramider: Værdien af kundernes indbetalinger pustes op på finansmarkedet (jvf. 35.6.2), og dette er fint for de første, der skal hente deres penge ud (få udbetalt pensionen), men de sidste i rækken taber når boblen brister.

27. Jeg ser kun på de generelle systemproblemer. Herudover var der nogle mere specifikke destabiliserende faktorer. For det første at England og USA tillod det euromarked for dollar, som undergravede kapitalkontrollen og dermed de rimeligt faste kurser; under andre politiske magthavere ville dette ikke være sket. For det andet det specifikke - men afgørende - problem at USA ikke var villig til at modgå landets permanente underskud overfor især Europa gennem en deflationær politik, og Europa (Tyskland) af frygt for inflation ikke længere ville støtteopkøbe dollar; heller ikke dette problem diskvalificerer selve idéen i Bretton Wood systemet.