

Ingrid Hjertaker og Bent Sofus Tranøy

Pre-publication version

Publisert i Agora 2021, Nr 1-2, s 147-178.

## **Finansialisering, kriser og langsomme transformasjoner**

### **En kommentar til Thomas Piketty**

#### **Innledning**

I sin siste bok *Kapital og ideologi* beskriver Piketty forskjellige ulikhetsregimer tilbake til føydalismen. Han forsøker å teoretisere overgangene mellom disse: Hvordan ideer og ideologier utfordres, hvordan motsetninger innenfor slike regimer utvikler seg og over tid, hvordan kriser oppstår og hvordan større «politisk-ideologiske transformasjoner» til slutt inntreffer. Vårt nåværende regime, som Piketty kaller «hyperkapitalisme», og som er underbygget av en «neo-proprietær» ideologi, dateres til begynnelsen av 1980-tallet. Under dette regimet har ulikheten nådd høyder vi i Europa ikke har sett siden før første verdenskrig, som Piketty også omstendelig dokumenterte i sin forrige bok.

Vår artikkel tar opp tre problemstillinger som på ulike måter knytter an til Pikettys bok. De har alle preg av et ønske om å supplere, snarere enn å kritisere, ham. *For det første* forsøker vi å arbeide videre med Pikettys begrep om hyperkapitalisme, gjennom å rette blikket mot finansialisering. Vårt utgangspunkt er at det vi omtaler som finansialisering, er det viktigste kjennetegnet ved dagens hyperkapitalisme. Finansialiseringen og dens tilhørende normer påvirker tenkning og atferdsmønstre i både offentlig og privat sektor på helt grunnleggende måter. En av flere viktige konsekvenser av finansialiseringen er dens rolle som driver i utviklingen mot økende ulikhet. For å underbygge dette kartlegger vi noen mekanismer som mer presist viser hvordan og hvorfor finansialisering fører til økende ulikhet. Det er ikke en uttømmende liste, men det vi vurderer som de fem viktigste mekanismene, såkalt «shareholder value» som ideologi og praksis, finansialiserte forretningsmodeller, aggressiv skatteplanlegging, fallende realinvesteringer og finansiell ustabilitet.

*For det andre* ønsker vi å framheve betydningen av angloamerikansk økonomisk teori og tenkning i det ideologiske byggverket Piketty omtaler som neo-proprietarisme. Vårt hovedpoeng er at effektive argumenter for finansialisering finnes i denne typen økonomiske dogmer som i løpet av 1990-tallet ble hegemoniske, også i teknokratiske kretser. Mens

finansialisering bidrar til økt ulikhet, har økonomisk teori skapt en tolkningsramme som har lagt til rette for og rettferdiggjort både finansialiseringen og et makroøkonomisk regime som prioriterer inflasjonskontroll framfor sysselsetting og fordelingspolitikk. Vi argumenterer derfor for at økonomisk teori, i tillegg til mer allmennkulturelle tanker om meritokrati, er viktige komponenter i det ideologiske forsvaret for dagens ulikhetsregime.

*For det tredje* plukker vi opp et viktig tema fra *Kapital og ideologi*, om krisers transformative potensial. Piketty vier ikke mye plass til den globale finanskrisen i 2008, og det er nærliggende å tolke ham dit at han ikke tror denne krisen har noe stort transformativt potensial i retning av et samfunn med mindre ulikhet (i motsetning til det potensialet som Piketty mener ligger i klimakrisen). Piketty ser særlig på sentralbankenes krisetiltak og er bekymret for at tiltakene er så effektive at de skaper et inntrykk av at det økonomiske systemet ikke trenger mer grunnleggende reformer.<sup>1</sup> Piketty spør likevel om ikke den enorme pengeskapingen sentralbankene bedriver gjennom sine «kvantitative lettelser», kan påvirke folks syn på penger, på hva som utgjør en rettferdig økonomi, og på hva som skal være sentralbankens og statens rolle.<sup>2</sup> Vi skal plukke opp denne tråden. Sentralbankenes viktigste tiltak for å bøte på krisene er en institusjonalisering av lave renter og kvantitative lettelser. Vi spør om dette – over tid – kan undergrave premissene for i hvert fall noen av de økonomiske dogmene som hittil har lagt til rette for og rettferdiggjort kombinasjonen av passiv finanspolitikk og finansialisert hyperkapitalisme som preget verdens rike land før krisen av 2008.

Artikkelen er strukturert på følgende måte: I første del diskuterer vi hvorfor finansialisering er en sentral driver for dagens ulikhetsregime, gjennom å diskutere mekanismer som forbinder finansialisering og ulikhet. I del to analyserer vi den angloamerikanske økonomiske teorien som et ideologisk forsvar for dagens ulikhetsregime. I den tredje går vi raskt gjennom finanskrisen av 2008 og diskuterer finanspolitiske, regulatoriske og pengepolitiske responser. I siste del av artikkelen spør vi så om det er tegn til at det ideologiske og teoretiske forsvaret for dagens ulikhetsregime er i ferd med å svekkes fordi det makroøkonomiske styringsregimet som det har vært ledsaget av, kommer under press. I så fall ser det ut til at dette skjer uten at reguleringsregimet som har tillatt finanssektoren å vokse seg stort, blir presset tilsvarende. I hvor stor grad fenomenene vi tar opp, gjør seg gjeldende, varierer mellom regioner og land. For å holde oss på samme abstraksjonsnivå som Piketty vil vi i denne artikkelen snakke i generelle termer om

---

<sup>1</sup> Thomas Piketty, *Capital and Ideology*. Cambridge, Mass./London: Harvard University Press 2020, 699.

<sup>2</sup> *Ibid.*, 696.

utviklingstrekk i Nord-Amerika og Europa, selv om det også innenfor disse regionene er viktige nasjonale forskjeller.

### **Finansialisering og ulikhet**

Vi har i tidligere arbeider samlet det vi mener er de sentrale trekkene ved dagens økonomiske system, under samtidsdiagnosen «finansialisering».<sup>3</sup> Her ser vi stort overlapp med det Piketty kaller hyperkapitalisme, både i tidsmessig avgrensning (fra 1980-tallet og fram til i dag), og i innhold. Samtidig er vårt fokus smalere, i det vi framfor alt er opptatt av å spesifisere et knippe sentrale utviklingstrekk knyttet til finanssektoren. I denne delen av artikkelen gir vi først en nærmere bestemmelse av fenomenet finansialisering, før vi diskuterer mekanismer som forbinder finansialisering og økende ulikhet.

Finansialisering er en bred abstraksjon, en samtidsdiagnose, som ville miste noe av sitt heuristiske potensial om den lot seg avgrense og operasjonalisere på en glassklar måte. Den mest vanlige definisjonen er at det er en *prosess*, etter hvert også en *tilstand*, der finanssektoren ikke bare er i ferd med å få, men har allerede har fått, stor strukturell makt og dominerer økonomien og samfunnet. Thomas Palley sier det slik:

Financialization is a process whereby financial markets, financial institutions and financial elites gain greater influence over economic policy and economic outcomes. Financialization transforms the functioning of the economic system at both the macro and micro level.<sup>4</sup>

Palleys definisjon kan presiseres ved hjelp av Greta Krippners framheving av finansialisering som «[...] den økte betydningen av finansiell aktivitet som en kilde til profitt i samfunnet».<sup>5</sup> Foroohar beskriver det på sin side som en «trend» hvor finanssektoren og dens tenkemåte dominerer næringslivet for øvrig.<sup>6</sup> Det er også rimelig å knytte finansialisering til finansiell globalisering.<sup>7</sup> Fri flyt av kapital gir kapitalen økt makt gjennom muligheten til å true med

---

<sup>3</sup> Ingrid Hjertaker og Bent Sofus Tranøy, *Ustabilitetens politiske økonomi. Om fremveksten av finansialisert kapitalisme*. Oslo: Cappelen Damm Akademisk 2017.

<sup>4</sup> Thomas Palley, «Financialization: What it is and why it matters», *Levy Economics Institute Working Papers*, nr. 525 (2007), [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_525.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf).

<sup>5</sup> Greta R. Krippner, *Capitalizing on Crisis. The Political Origins of the Rise of Finance*. Cambridge, Mass./London: Harvard University Press 2012, 27.

<sup>6</sup> Rana Foroohar, *Makers and Takers. How Wall Street Destroyed Main Street*. New York: Crown Business 2017, 5.

<sup>7</sup> Engelbert Stockhammer, «Financialisation and the slowdown of accumulation», i *Cambridge Journal of Economics* 28, nr. 5, 2004, 719–41, <https://doi.org/10.1093/cje/beh032>.

exit om den ikke får det som den vil, større finansmarkeder, nye muligheter for skatteplanlegging og bedre mulighet for å tjene på små prisforskjeller mellom markeder (arbitrasje) og spekulasjon. Endelig kan vi knytte finansialisering til endringer av vanlige folks livsvilkår. Som vil skal se, er overgangen fra såkalte «defined benefit»-innrettede og «pay as you go»-finansierte pensjoner til fondsbaserte «defined contribution»-systemer med tilhørende overføring av risiko til husholdningene kanskje det mest potente uttrykket for denne tendensen.<sup>8</sup>

Et noe nær strukturelt trekk ved finansialiseringen er vedvarende lave renter. Gulvet for korte renter i en økonomi blir bestemt av uavhengige sentralbanker og er ikke et direkte resultat av markedsprosesser. Finansialisering drives framover av gjeld. Gjeld er finansnæringens viktigste råvare. Gjelden deles og pakkes om, kjøpes og selges, og knyttes til kompliserte kontrakter med ulike klausuler. Gjeldsvekst blir slik et organisk resultat av finansialisering. Når aktiv bruk av offentlige budsjetter for å stimulere økonomien blir noe nær et faglig og politisk tabu, og et ustabil finansmarkeds ve og vel blir en sentral del av vår politiske dagsorden og vårt nyhetsbilde, påvirker det sentralbankers optikk og prioriteringer. Slik blir lavrentepolitikk et nærliggende alternativ.

Sammenhengen mellom finansialisering og ulikhet er mangefasettert. Vi vil som nevnt framheve fem ulike forbindelseslinjer som kobler de to, men dette er ikke en uttømmende liste. Vi skal fokusere på henholdsvis såkalt «shareholder value» som et sett av selskapsstyringspraksiser, finansialiserte forretningsmodeller, aggressiv skatteplanlegging, fallende realinvesteringer og finansiell ustabilitet. Alle disse forbindelseslinjene rommer flere mekanismer. I Jon Elsters terminologi kunne vi kalt det henholdsvis molekylære og atomære mekanismer.<sup>9</sup> Vi kan også identifisere flere selvforsterkende prosesser, slik som når økende ulikhet gir fallende etterspørsel og dermed fallende realinvesteringer, og dermed lokker enda mer penger inn i finanssektoren. Eller når stigende ulikhet skaper økende etterspørsel etter ulike typer forbrukslån i middel- og arbeiderklassen, lån som i neste omgang gjøres salgbare i et marked via verdipapirisering og slik omdannes til investeringsobjekter for finanssektoren og de rike. I den grad slik opplåning gir tilstrekkelige bidrag til samlet etterspørsel til å holde veksten i gang, kan vi si at finansialiseringen har sin egen vekstdynamikk eller «Growth Model».<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Se f.eks. Randy Martin, *Financialization of Daily Life*. Philadelphia: Temple University Press 2002.

<sup>9</sup> Jon Elster, «A plea for mechanisms», i Peter Hedström og Richard Swedberg (red.) *Social Mechanisms. An Analytical Approach to Social Theory*. Cambridge: Cambridge University Press 1998.

<sup>10</sup> Herman M Schwartz, «Intellectual property, technocrats and the labour share of production», i *Competition & Change*, 28. oktober 2020, 1024529420968221, <https://doi.org/10.1177/1024529420968221>.

### *Shareholder value – ideologi og praksis*

Den første og kanskje viktigste forbindelsen mellom ulikhet og finansialisering er knyttet til såkalt *shareholder value* (SVH) som ideal for eierstyring og selskapsledelse («corporate governance»). Piketty spør hvordan ulikhet blir begrunnet ideologisk. Vår påstand er at SHV som et *sett av praksiser* er en viktig driver for dagens ulikhetsregime. Som *doktrine* er SVH en del av det ideologiske byggverket som begrunner dagens ulikhetsregime. Mer konkret er SVH en lære som sier at et aksjeselskaps ledelses primære forpliktelse er overfor sine aksjonærer. Dette framstilles som både økonomisk effektivt (fordi det skjerper ledelsens prioriteringer) og moralsk riktig (fordi eiere har et mer rettferdig krav på verdiskapingen enn andre interessenter). Aksjekursen blir sett på som selve hovedmålet for hvor godt det går med et selskap. Ledernes lønn bør derfor knyttes til aksjekursen. Det mest vanlige er å gi toppledere opsjoner på bedriftens aksjer. Disse opsjonene blir mer verdt jo mer aksjekursen stiger, noe som skal gi lederne insentiv til å lede bedriften på måter som driver kursen oppover. SHV hviler på i sin tur på premisser fra et finansøkonomisk resonnement som har blitt hetende «efficient market hypothesis». Som vi kommer grundigere tilbake til nedenfor, hevder denne teorien at aktørene i markedet drives av rasjonelle forventninger slik at ingen blir lurt, manipulert eller tar feil på måter som gir systematiske skjevheter i prisingen av finansielle aktiva.

Et sentralt funn i forskningen på SHV er at slik selskapsstyring gir omfordeling oppover fra arbeidstagere, ikke minst til toppledere, men også til aksjonærer.<sup>11</sup> Den underliggende ideen er at selskaper skal disiplineres av aksjemarkedet, men grepene som gjøres i aksjemarkedets navn, gagnar toppledere og eiere, mens prisen betales av arbeidstagerne. Teknikkene og mekanismene er flere: Det handler selvsagt om større utbyttebetalinger. Store utbytter gir som regel høyere kurs på kort sikt og vil dermed kunne berike eierne gjennom både dividende og verdistigning. Stigende aksjekurser er også det eksplisitte målet bak opsjonsordninger.

Underliggende teknikker for å drive opp kursen begrenser seg ikke bare til økte utbytter. I perioder har omfattende regnskapsjuks (feilperiodisering av inntekter for eksempel) vært endemisk.<sup>12</sup> Tilbakedatering av opsjoner med sikte på å maksimere forskjellen mellom

---

<sup>11</sup> Natascha van der Zwan, «Making sense of financialization», i *Socio-Economic Review* 12, nr. 1, 2014, 107, <https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>.

<sup>12</sup> The Economist, «Special report: Enron one year on», i *The Economist*, 30. november 2002; John C. Coffee, «A theory of corporate scandals: Why the USA and Europe differ», i *Oxford Review of Economic Policy* 21, nr. 2 (2005): 198–211.

deres verdi på tildelings- og utløsningstidspunktet er en annen populær strategi.<sup>13</sup> En tredje opsjonsverdi-drivende teknikk er gjenkjøp av egne aksjer. I 2018 kjøpte de 500 største børsnoterte amerikanske selskapene tilbake aksjer for 806 milliarder dollar. Da ble den gamle rekorden fra det siste året før finanskrisen av 2008 slått med 200 milliarder dollar. 30 prosent av disse innkjøpene ble finansiert med obligasjonslån.<sup>14</sup>

I realiteten representerer dette en tapping av selskapenes likviditet og mulige investeringsmidler for å styrke aksjekursen, mens ledelsens samlede lønn – via deres opsjoner – prosentvis vokser langt mer enn aksjekursen. Arbeiderenes jobber derimot blir på denne måten mer sårbare overfor fallende lønnsomhet eller kriser. Slik blir det når selskapene over mange år har arbeidet med å minimere sine reserver samtidig som de kutter i sine budsjetter til forskning og utvikling og reduserer sine realinvesteringer.<sup>15</sup> Oppsummert handler de fleste selskapsstyringsgrepene som har blitt populære under SHV, mer om verdiekstrahering enn om verdiskaping.

### *Finansialisering og forretningsmodeller*

En annen forbindelse går mellom finansialisering – noen av de forretningsmodellene som kjennetegner den – og økende ulikhet. Her vil vi kort nevne to. Én av dem går via arbeidsmarkedet og én via markedet for investering og sparing. La oss ta arbeidsmarkedet først. Slik finansmarkedet har utviklet seg, blir ikke bedrifter lenger oppfattet som organiske enheter eller helhetlige organisasjoner, men som *knipper av aktiva* som kan splittes opp og/eller spleises på stadig nye måter. Restruktureringer med vekt på konsentrasjon rundt kjernevirksomhet, «outsourcing», franchise-modeller og innleie («in-sourcing») av midlertidig arbeidskraft, bidrar til å skyve stadig flere arbeidstagere ut i dårligere lønns- og arbeidsvilkår og mer utrygge og prekære jobber, om de hele tatt får beholde dem. Pengene samles på toppen, mens risikoen presses nedover.<sup>16</sup>

Restruktureringer av denne typen gjøres dels for å øke lønnsomheten i de delene av et selskap som er på børs, og dels for å manipulere det kostnadsbildet analytikere bevæpnet med

---

<sup>13</sup> Erik Lie, «On the timing of CEO stock option awards», i *Management Science* 51, nr. 5, 2005 802–12, <https://doi.org/10.1287/mnsc.1050.0365>; Randall A. Heron og Erik Lie, «What fraction of stock option grants to top executives have been backdated or manipulated?», i *Management Science* 55, nr. 4, 2009, 513–25.

<sup>14</sup> William Lazonick, M.E Sakinc, og M. Hopkins, «Why stock buybacks are dangerous for the economy», i *Harvard Business Review*, 7. januar 2020, <https://hbr.org/2020/01/why-stock-buybacks-are-dangerous-for-the-economy>.

<sup>15</sup> William Lazonick og Mary O’Sullivan, «Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance», i *Economy and Society* 29, nr. 1, 2000, 13–35, <https://doi.org/10.1080/030851400360541>.

<sup>16</sup> William Lazonick, «Innovative business models and varieties of capitalism: Financialization of the U.S. corporation», i *Business History Review* 84, nr. 4, 2010, 675–702, <https://doi.org/10.1017/S0007680500001987>.

kvartals- og årsrapporter klarer å fange opp. Målet er å gi inntrykk av lavere faste og halvfaste kostnader (altså lønninger) enn det virksomheten totalt sett er avhengig av.<sup>17</sup> Herman Schwartz snakker om en tiltagende ulikhet også mellom selskaper, en ulikhet som i neste omgang er med på å drive fallet i andelen av verdiskapingen som tilfaller arbeidstagere.<sup>18</sup> Vi har fått en såkalt «Wedding Cake Economy», et hierarki av selskaper med noen få store på toppen der lønningene til kjernearbeiderne fortsatt er gode. David Weil har et talende eksempel, der han beskriver hvordan en stuepike på et Marriott-hotell jobber i en bygning eid av et separat eiendomsselskap, er ansatt i et hotell-management-selskap (om hun ikke er innleid fra et vikarbyrå), men får sin uniform og sin detaljerte arbeidsinstruks (som hun blir målt opp mot) fra Marriott, hotellmerkevaren hvis uniform hun også bærer.<sup>19</sup>

Overgangen til fondsbaserte pensjonssystemer og framveksten av aksjefond som en viktig spareform er også en viktig del av finansialiseringsprosessen, og har bidratt til at institusjonelle investorer dominerer mange finansmarkeder.<sup>20</sup> Ifølge Weil har ønsket om å gjøre seg lekker for institusjonelle investorer motivert restruktureringer av typen vi beskrev ovenfor, men i de senere årene har særlig aktive eierfond vært aggressive på dette området. Dette er partnerskap som kjøper opp selskaper og betaler med noe egenkapital, men hovedsakelig lånekapital, og som deretter må presse mest mulig kostnadsbesparelse ut av selskapene før de selger seg ut igjen.

Aktive eierfond som forretningsmodell peker også fram mot den andre mekanismen vi vil ta opp i dette avsnittet, at ulikheter blir forsterket i markedene for investering og sparing. Poenget er at i en verden med lave realrenter blir det vanskeligere for småsparere å få god avkastning. Samtidig gir de lave rentene nye muligheter for de velstående og profesjonelle. Den samme mekanismen gjør seg gjeldende i mindre skala i hvordan boligmarkedet forsterker sosial ulikhet. På den ene siden har vi huseiere (og deres arvinger) som investerer «ledig kapital» i boliger, og der prisene blir drevet til værs av lave renter. På den andre siden har vi dem som ikke eier bolig og kanskje heller ikke kommer til å arve bolig i sentrale strøk. Mange av disse ender da opp i dyre, langvarige leiekarrierer – og i mange land – uten de

---

<sup>17</sup> Sverre Herstad, «Utenlandsk direkte eierskap: Analytisk rammeverk, tendenser og implikasjoner». Ph.D.-avhandling, Universitetet i Oslo, u.å.

<sup>18</sup> Herman Schwartz, «Intellectual property, technocrats and the labour share of production».

<sup>19</sup> David Weil, *The Fissured Workplace: Why Work Became so Bad for so Many and What Can Be Done to Improve It*. Cambridge, Mass./London: Harvard University Press 2014).

<sup>20</sup> Se f.eks. Natascha van der Zwan, «Financialisation and the pension system: Lessons from the United States and the Netherlands», i *Journal of Modern European History* 15, nr. 4, 2017, 554–84, <https://doi.org/10.17104/1611-8944-2017-4-554>.

skattefordeler boligeiere har. Slik blir boligmarkedet under finansialiseringen en slags ulikhetsmaskin.<sup>21</sup>

Når det gjelder (ulike) muligheter i finansmarkedet, ser vi et lignende bilde. Velstående og profesjonelle investorer har adgang til et helt annet investeringsunivers enn vanlige mennesker med mindre beløp å plassere. For eksempel skiller Norges største bank, DnB, mellom tre kundeklasser, vanlig, «Saga» og «Private Banking», der lånerentene blir lavere, investeringsrådene mer tilpasset og servicen bedre jo høyere opp i hierarkiet du er. Videre har de vedvarende lave rentene stimulert framveksten av forretningsmodeller basert på stor opplåning og liten, men godt kompensert egenkapital i markedet for nærings- og kontoreiendom. Lange kontrakter med offentlige leietagere er det aller mest attraktive, fordi risikoen på kort og mellomlang sikt betraktes som minimal. Avkastningen per år ligger gjerne på mellom fem og ti prosent, langt over hva noen bank tilbyr, selv på de lengste og største innskuddene. I Norge har selskaper som Arctic og Pareto en «inngangsbillett» på rundt en million kroner for å være med på slike prosjekter, mens et (velrenommert) selskap som Formuesforvaltning krever et minsteinnskudd på fem millioner for at det skal forvalte sparepengene dine.

### *Aggressiv skatteplanlegging*

En tredje viktig linje er den som forbinder finansiell globalisering, aggressiv skatteplanlegging og ulikhet. Selv om skatteunngåelse og skatteunndragelse ikke er et nytt fenomen, er det grunn til å tro at globaliserte finansmarkeder og nye instrumenter har skapt en finansiell infrastruktur som legger til rette for økt skatteplanlegging i sektoren.<sup>22</sup> Nye forretningsmodeller som beskrevet ovenfor gjør også dette enklere, ved at de få selskapene på toppen av «bryllupskaken» primært har immateriell kapital som enkelt kan registreres i skatteparadis sammen med selskapets inntekter, mens kostnader blir lagt til selskapene som er registrert i høyskattland. Tørsløv m.fl. har beregnet at ca. 40 prosent av multinasjonale selskapers overskudd hvert år blir flyttet fra land hvor den reelle aktiviteten finner sted til lavskattland.<sup>23</sup> Overskuddsflytting foregår i hovedsak ved hjelp av tre metoder. Intern-prising (priser satt internt i selskaper for å flytte overskudd), royalties (plassering av intellektuelle

---

<sup>21</sup> Bent Sofus Tranøy, Mary Ann Stamsø og Ingrid Hjertaker, «Equality as a driver of inequality? Universalistic welfare, generalised creditworthiness and financialised housing markets», i *West European Politics* 43, nr. 2, 2020, 390–411, <https://doi.org/10.1080/01402382.2019.1612161>.

<sup>22</sup> Piketty, *Capital and Ideology*, kap. 13.

<sup>23</sup> Thomas Tørsløv, Ludvig Wier og Gabriel Zucman, «The missing profits of nations», *NBER Working paper series*, nr. 24701, 2018, <http://www.nber.org/papers/w24701>.



eiendomsrettigheter i datterselskap i lavskattland) og rentemanipulasjon eller intern-rente, for eksempel når et datterselskap i et lavskattland låner penger til en kunstig høy rente til selskapet i høyskattlandet, for å redusere det skattbare overskuddet i sistnevnte.

Aggressiv skatteplanlegging reduserer statens skatteinntekter og bidrar til ulikhet via i hvert fall to mekanismer. Én som går via offentlig forbruk, og én som virker via skattesystemet. Den første springer ut av at offentlige utgifter er en sterk utjevneende kraft. Her kan vi med Amartya Sen skille mellom inntektsulikhet og økonomisk ulikhet.<sup>24</sup> For eksempel vil gratis eller billige offentlig tjenester knyttet til utdanning og helse ikke påvirke inntektsulikheten, men bidrar likevel til å redusere økonomisk ulikhet, en effekt som i Norge har forsterket seg over tid.<sup>25</sup> Samtidig har gratis helseforsikring en risikoreduserende effekt på individnivå, som normalt ikke fanges opp når økonomer beregner verdien av offentlige tjenester gitt «in kind». I tillegg til dette kommer effekten av pensjoner og trygder. Den andre mekanismen er knyttet til at reduserte skatteinntekter fra selskaper stimulerer til bruk av mer regressive skatteformer som avgifter på forbruk for å kompensere for de tapte skatteinntektene. Dette rammer særlig utviklingsland hardt. Med svakere skattegrunnlag for inntektsskatt, reduserte inntekter fra toll og havneavgifter på grunn av frihandelsavtaler og skatteflukt i selskapssektoren, blir det ikke så mange andre muligheter igjen.

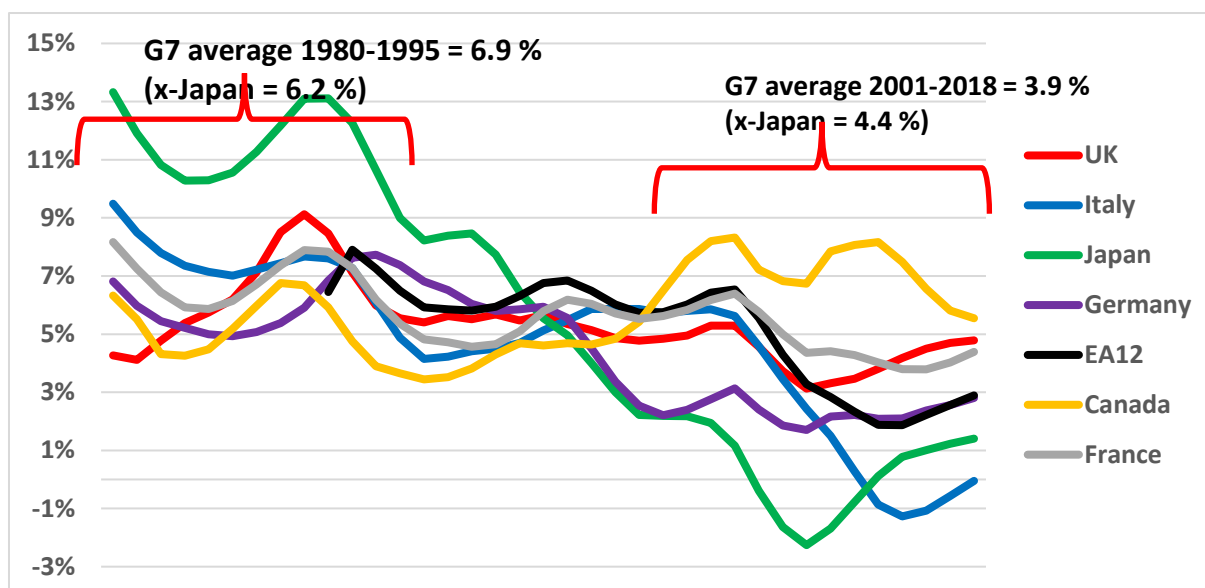
### *Fallende realinvesteringer*

Realinvesteringene er et begrep som grovt sett forsøker å fange hvor mye av verdiskapingen et samfunn setter av til å oppnå framtidig vekst (altså infrastruktur, produksjonsutstyr med videre). Som det framgår av figur 1, har disse investeringene vist en fallende tendens siden 1980-tallet. Samtidig har gjeld som andel av verdens samlede BNP mangedoblet seg i den samme perioden. Vi har altså mer gjeld samtidig stadig mindre investeres i produktive tiltak. Dette reiser spørsmålet om hvor det blir av pengene og, i neste omgang, hva som er forbindelsen mellom gjeld, finansialisering og ulikhet?

---

<sup>24</sup> Amartya Sen, «From income inequality to economic inequality», i *Southern Economic Journal* 64, nr. 2, 1997, 384–401, <https://doi.org/10.2307/1060857>.

<sup>25</sup> Rolf Aaberge m.fl., «Local governments, in-kind transfers, and economic inequality», i *Journal of Public Economics* 180, 2019, 103966, <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2018.09.015>.



Figur 1. Netto realinvesteringsnivå som andel av BNP i G7 1980 til 2018

Dette resonnementet kan formaliseres som fem suksessive trinn: Trinn én, finansialisering er, som vi har sett, en viktig drivkraft bak den voksende ulikheten. Trinn to, økende ulikhet svekker investeringsmotivet i selskapssektoren og investerings- (og forbruks-)evnen i statlig sektor. Trinn tre, dette gjør at mer penger flyter inn i lite produktive finansielle investeringer. Trinn fire, reduserte realinvesteringer og voksende finansinvesteringer gir svakere vekst og færre nye jobber, noe som bidrar ytterligere til økt ulikhet. Trinn fem, økende finansinvesteringer som skal hente profitt ut av en økonomi preget av lavere realinvesteringer og fallende produktivitet, øker sannsynligheten for finansiell ustabilitet. Trinn én har vi allerede gjort rede for ovenfor, og trinn fem er tema i neste hoveddel av artikkelen. I det følgende vil vi utdype trinn to, tre og fire.

Stadig skjevare fordeling svekker statens finanser og dermed dens evne til å stimulere etterspørselen, ved at en mindre andel av verdiskapingen tilfaller vanlige lønnstagerere og vanlige skatteyttere (som ikke har tilgang på de samme skatterådene og omgåelsesmulighetene som dem med store formuer). Opphoping av enorm rikdom på få hender svekker samfunnets samlede etterspørsel og dermed også motivet til og mulighetene for å investere i realkapital. Det er stor forskjell på rike, vanlige folk og fattiges forbruksandel og -mønster. Typisk må fattige forbruke alt de tjener. Middelklassen bruker det meste, med en viss sparing i bolig så fremt de betaler avdrag og unnlater å låne til forbruk med sikkerhet i den samme boligen. Har man derimot en formue på en 1,5 milliarder kroner eller mer, og en årlig avkastning på 50 til 100 millioner eller mer, år etter år, er det vanskelig å bruke opp alle pengene. Men også de

med mindre formuer, f.eks. på 200 millioner, kan med normalt god avkastning på sine investeringer ha problemer med å få utgiftene til å strekke til. En god del av deres faktiske forbruk er heller ikke særlig vekst- eller sysselsettingsdrivende. Kamp om posisjonelle goder som attraktiv eiendom har begrensede ringvirkninger.<sup>26</sup>

Fallet i realinvesteringer er et makrofenomen. På mikronivå kommer det blant annet til uttrykk gjennom redusert tilgang på gode investeringsprosjekter i realøkonomien. Samtidig vokser investorklassen i omfang og rikdom, i takt med at ulikheten blir større. Store deler av de store inntektene deres må dermed plasseres på en eller annen måte. Det som ikke forbrukes, flyter lett inn i finansielle instrumenter og eksisterende aktiva, med svake ringvirkninger for veksten og for produktivitetsutviklingen. Dette utgjør en sentral mekanisme bak vedvarende lav vekst, såkalt «secular stagnation». Mye av det som skjer i finanssektoren har karakter av rene nullsumspill i form av veddemål og shortsalg, mens det heller ikke gir store veksteffekter når pengene går til eksisterende aktiva som «brukte» aksjer, veteranbiler, klokker, kunst og ikke minst fast eiendom (der tomteverdien ikke bygningsmassen er det sentrale).

Når en relativt liten gruppe mennesker og selskaper tjener mer enn de klarer å bruke opp eller investere i realkapital, resirkuleres penger gjennom finanssystemet. De rike plasserer sin «ledige kapital» i alt fra obligasjoner basert på boliglån, via hedgefond og Private Equity (aktive eierfond) til aksjer og eksotiske finansielle instrumenter. Samtidig låner de med stagnerende inntekter penger i banken for å holde forbruket sitt i gang, noe de lenge kunne gjøre med sikkerhet i stigende boligpriser. Dette var helt sentralt i den amerikanske vekstmodellen før 2008, mens en lignende dynamikk fortsatt gjør seg gjeldende i Norge, dog uten at ulikheten har økt på samme dramatiske vis som den gjorde i USA.<sup>27</sup>

### *Finansiell ustabilitet*

Finansialiseringens vekstmodell er grunnleggende ustabil. Slik er det fordi den er basert på gjeld og stigende priser på finansielle aktiva og eiendom. Vi så det tydeligst i USA før og etter krisen i 2007–09, men mange andre land har opplevd en lignende dynamikk, der lave renter gir stigende boligpriser, som gir sikkerhet for forbrukslån, som i neste omgang blir

---

<sup>26</sup> Adair Turner, *Between Debt and the Devil*, 2015,

<https://press.princeton.edu/books/hardcover/9780691169644/between-debt-and-the-devil>.

<sup>27</sup> De fire avsnittene over trekker på og gjentar poeng fra Tranøy (2017). [referanse mangler]

nøkkelen til å holde liv i samlet etterspørsel. Det er dette Colin Crouch har kalt *privatized keynesianism*.<sup>28</sup> et regime hvor det, for å si det enkelt, går så lenge det går.

Når det stadig tilføres mer penger i markedene for eksisterende aktiva, får vi lett inflasjon i disse markedene, det økonomene kaller «asset price inflation», eller inflasjon i markedene for formuesobjekter. Når prisene på aktiva som kan brukes som sikkerhet i kredittmarkedet stiger raskt, gir det fort opphav til bobledynamikker. Stigende priser gir mer egenkapital og sikkerhet, noe som gir bedre lånemuligheter, og som i sin tur gir stigende priser i markedene for aktiva. Når formuesinflasjon gjør seg gjeldende i markedene for vanlige boliger, kan det lede til forbruksvekst gjennom det som i Norge gjerne kalles rammelån (i USA snakker de mer treffende om Mortgage Equity Withdrawal (MEW)), en vekstimpuls som fungerer så lenge prisene stiger.

Når prisene snur, viser den finansielle sårbarheten seg. På et helt basalt nivå var det dette som skjedde i 2007–2009. Boblen og dermed vekstmodellen sprakk da boligprisene begynte å falle. Problemene dette skapte, ble forsterket av flere forhold vi kan knytte direkte til finansialiseringen. Lavrenteregimet den amerikanske sentralbanksjefen Alan Greenspan innførte etter at dot.com boblen sprakk i 2001, stimulerte etterspørselen etter dyre lån gitt til lite kredittverdige debitorer (subprime). Dette stimulerte i sin tur til mer aggressivt salg av boliglån til kapital- og ressursvake grupper, gjerne med lokkerenter, noe som i neste omgang bidro til å presse fram alt fra slurvete kredittvurderinger til regelrett juks med dokumentasjon og nøkkelopplysninger om låntagere.

Et annet forhold som kobler finansialisering til finansiell ustabilitet, er teknikken med å «klippe opp» og sette sammen nye finansielle produkter basert på boliglån, såkalt «slice and dice». Verdipapirisering av boliglån var i utgangspunktet en uskyldig teknikk for risikohåndtering der boliglån som tilfredstilte visse krav, kunne samles i (statsgaranterte) obligasjoner for videresalg i et investormarked. Med veksten i subprime-markedet ble risikobildet radikalt endret. Dårlige og gode papirer ble kuttet opp og kombinert på nye måter. På overflaten kunne det se ut som avansert prising av risiko, men da markedet sprakk, viste det seg å være en kilde til det verste finansmarkeder vet: dyp og total usikkerhet. Ettersom subprime-baserte instrumenter ble brukt som sikkerhet i andre og langt større finansmarkeder, spredte panikken seg raskt fra det langt mindre subprime-markedet til hele finanssektoren.<sup>29</sup>

---

<sup>28</sup> Colin Crouch, «Privatised keynesianism: An unacknowledged policy regime», i *The British Journal of Politics and International Relations* 11, nr. 3, 2009, 382–99, <https://doi.org/10.1111/j.1467-856X.2009.00377.x>.

<sup>29</sup> Hjertaker og Tranøy, *Ustabilitetens politiske økonomi*, kap. 5.

Den realøkonomiske krisen som fulgte i kjølvannet av finanskrisen, rammet ulike sosiale grupper ulikt. Finansfolket beholdt sine opsjonsgevinster og bonuser (også for engasjementer som hadde vist seg å være tapsbringende), ofte finansiert med støttepakker fra ulike stater.<sup>30</sup> Dette var ofte penger gitt på svært generøse vilkår. Flere av de virkelig store redningsaksjonene rommet overhodet ingen krav om tilbakebetaling eller «egenandeler» fra sektoren selv. Samtidig måtte en stor andel vanlige huseiere i land som USA, Spania, Storbritannia og Irland gå fra hus og hjem. I neste omgang måtte de samme sosiale klassene leve med store kutt i offentlige tjenester og overføringer i perioden med såkalt «austerity»-politikk.

### **Økonomisk teori og rettferdiggjøringen av dagens ulikhetsregime**

I sine analyser av ulikhetsregimer i *Kapital og ideologi* legger Piketty avgjørende vekt på den rollen ideologi spiller for å rettferdiggjøre økonomiske forskjeller. Han viser på denne måten hvordan ulikhetsregimer rettferdiggjøres gjennom dominerende diskurser i allmennkulturen. Slik gir han også særlig innsikt i hvordan våre dagers demokratier – vanlige borgere og velgere – mentalt klarer å absorbere og tolerere de økonomiske ulikhetene de lever under. Slik sett fungerer ideologiene hos Piketty kanskje først og fremst som en ex post-legitimering av de forskjellene som allerede finnes. Vi tror dette grepet kan suppleres på flere måter. Vi skal for det første knytte an til noen utviklingstrekk i angloamerikansk økonomisk tenkning de siste 40–50 årene. For det andre skal vi vise hvordan slike ideologiske faktorer og ideer spiller en viktigere rolle lenger fram i kausalkjeden enn hva Piketty eksplisitt tematiserer. Vi ønsker å framheve økonomiske ideers sentrale rolle ex ante: Endringer i økonomisk ortodoksi er viktig fordi slike endringer har animert og gitt retning til de teknokratiske prosessene som har bidratt til å gi oss dagens finansialiserte hyperkapitalisme og dens finanspolitiske motstykker i form av ulikhetsdrivende makroøkonomiske regimer.

Resonnementet er som følger: Keynesianismens gjennombrudd i etterkrigstiden ga samfunnsøkonomer økt teknokratisk innflytelse i så godt som alle rike land (se f.eks. Peter Hall).<sup>31</sup> Innflytelsen ble institusjonalisert i finansdepartement, sentralbanker og kredittilsyn verden over. Da den nyliberale «kontra-revolusjonen» i økonomifaget kom mot slutten av 1970-tallet, viste det seg at økonomenes innflytelse ikke var avhengig av keynesianismen som styringsideologi. I stedet fikk vi en serie reformer animert av og begrunnet med den nye

---

<sup>30</sup> Cornelia Woll, *The Power of Inaction. Bank Bailouts in Comparison*. Ithaca: Cornell University Press 2014.

<sup>31</sup> Peter A. Hall (red.), *The Political Power of Economic Ideas. Keynesianism across Nations*. Princeton, N.J.: Princeton University Press 1989.

ortodoksien, drevet fram av økonomer i posisjoner skapt eller vunnet under det keynesianske regimet.

Den politisk mest konsekvensrike «nyvinningen» i økonomisk teori i perioden fra 1980-tallet til i dag, er forestillingen om rasjonelle forventninger. Dette kommer særlig til uttrykk på to sentrale teknokratiske virkefelt som er relevante for ulikhetsregimet. For det første fikk «forventningsrevolusjonen» stor betydning for hvordan finansmarkeder ble regulert. For det andre påvirket den utformingen av makroøkonomiske regimer på en måte som begrenset statens virkefelt i sin alminnelighet og rommet for aktiv finanspolitikk i særdeleshet: Inflasjonskontroll via aktiv pengepolitikk og regelbasert passiv finanspolitikk ble viktigere enn politikk innrettet mot sysselsetting, fordeling og – i praksis – økonomisk vekst. La oss etter tur kort diskutere forbindelsene mellom økonomisk teori og de to styringsdoktrinene teorien ga opphav til.

#### *Finansiell idealisme som driver og forsvarer av finansialisering*

Med hensyn til finansregulering bidro forventningsrevolusjonen til at det oppsto en ideologi vi kan beskrive som finansiell idealisme. Utgangspunktet, som var etablert lenge før forventningsrevolusjonen, er de sentrale funksjonene finans fyller i en moderne markedsøkonomi. Kreditt- og kapitalmarkedene gir oss anledning til å glatte ut forbruk, investering og sparing over livsløpet. Videre er det ganske åpenbart at når motsetningen mellom dem som ønsker å spare små beløp på kort sikt, og dem som ønsker å låne og investere store beløp med lang tidshorisont, glattes ut (*convenience denomination* og *maturity transformation*), reduseres transaksjonskostnadene dramatisk sammenlignet med en situasjon der disse funksjonene ikke fylles. Endelig ville risikofordelingen i et samfunn uten slike muligheter til å dele risiko via kreditt, verdipapir- og forsikringsmarkedene, kunne virke sterkt begrensende på økonomisk aktivitet.

Denne binære «enten/eller»-tankemodellen kan fort lede over i et grunnleggende utviklingsoptimistisk, i realiteten teleologisk, syn på finansmarkedet: Institusjonell utvikling innebærer å gå fra noe enklere og mer primitivt til noe mer høyerestående, et system som bedre og mer effektivt enn før ivaretar de grunnleggende funksjonene beskrevet ovenfor. Det ble vanlig å bruke begreper som «dypere», «mer utviklede», «mer likvide» eller mer «komplette» markeder på en udelt positiv måte. Tilsvarende ble finansiell innovasjon per

definisjon til et positivt fenomen. Nye produkter og tjenester i finansmarkedet ble tolket som noe som hjelper markedet å utvikle seg til å bli nettopp dypere, mer likvid og mer komplett.<sup>32</sup>

Den formen for funksjonell forståelse av finans er i prinsippet likevel forenlig med mer edruelige betraktninger omkring risiko, flokkatferd, dårlige beslutninger og svindel enn det den finansielle idealismen er. Det er imidlertid her revolusjonen knyttet til teorien om såkalte rasjonelle forventinger («rational expectations») kommer inn. Anvendt på finansmarkeder ga dette oss teorien om såkalt effektive finansmarkeder, «the Efficient Market Hypothesis» (EMH).<sup>33</sup> Dette er teorier som ganske enkelt slår fast at prisene på finansielle aktiva til enhver tid reflekterer all tilgjengelig og relevant informasjon om forhold som påvirker framtidig avkastning og risiko, slik at disse blir «riktige». Det er bare uventede begivenheter («sjokk») som kan bringe prisene ut av det leie de har funnet, men slikt skjer svært sjelden. Teorien gir dermed minst to føringer som er viktige for teknokraters holdning til å regulere finansmarkedene.

For det første er dette en teori som sier at finansmarkedene *speiler realøkonomien heller enn å påvirke den*. Prisene på aksjer, verdipapirer og lån reflekterer reelle begivenheter i verdens produkt- og servicemarkeder. For det andre er det en teori som gjør oss optimistiske med hensyn til hvor stabile markedene er. Sjokk kan forekomme, men disse vil være reelle, og ikke et resultat av at ville og spekulative bobler blåser seg opp eller sprekker. Til sammen legger dette grunnlaget for voldsom optimisme med hensyn til frie finansmarketers evne til å allokere ressurser på en god måte, samtidig som man i praksis kan se bort fra sjokk og plutselige prisfall (om de skulle komme, kunne ingen ha forutsett dem likevel). Politikkrådene som fulgte av den finansielle idealismen, var egnet til å drive finansialiseringen framover, samtidig som mulige problemer knyttet til denne prosessen forsvant ut av teknokratens synsfelt.

### *Passiv finanspolitikk*

Ifølge Paul Krugman<sup>34</sup> ble spørsmålet om aktiv bruk av offentlige budsjetter for å stimulere og bremse økonomien, skjøvet i bakgrunnen både i politikken og i økonomifaget. Endringen kan dateres til at kampen mot inflasjon ble dominerende fra slutten av 1970-tallet. I stedet har

---

<sup>32</sup> Adair Turner, «The crisis, conventional economic wisdom, and public policy», i *Industrial and Corporate Change* 19, nr. 5, 2010, 1317–29.

<sup>33</sup> Eugene F. Fama, «The behavior of stock-market prices», i *The Journal of Business* 38, nr. 1, 1965, 34–105; Eugene F. Fama, «Efficient capital markets: A review of theory and empirical work», i *The Journal of Finance* 25, nr. 2, 1970, 383–417, <https://doi.org/10.2307/2325486>.

<sup>34</sup> Paul Krugman, «How did economists get it so wrong?», i *The New York Times*, 2. september 2009, <https://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html>.

så vel det faglige som det politiske ordskiftet rundt offentlige utgifter og velferdsstaten i større grad enn før vært sentrert rundt spørsmålet om hva staten kan ta seg råd til. Man har oppfattet staten som underlagt en stadig strengere budsjettbetingelse. Denne tenkemåten bygger først og fremst på frykt for inflasjon. Det grunnleggende – og i dag stadig mer omstridte – pengeteoretiske premisset er at penger er den viktigste knappe faktoren i en økonomi, og at alt offentlig sektor bruker av penger, derfor må dras inn igjen i form av skatter og avgifter. Dette synet bygges ytterligere opp av en forestilling om at vi tar best hensyn til framtidige generasjoner om vi utelukkende ser dette i et statsfinansielt (snarere enn et realøkonomisk eller miljøpolitisk) lys. Når alt dette kombineres med et helt rimelig premis om at det finnes en grense for hvor mye staten kan tillate seg å skattlegge en økonomi før veksten svekkes, den politiske motstanden øker og svart sektor vokser, så har man etablert ganske klare grenser for hva staten kan tillate seg.

Det neste trinnet i resonnetet er at det bør være balanse mellom utgifter og inntekter år for år. Hvis ikke må staten låne penger. Da kan ett av to (uønskede) forløp oppstå. Det verste utfallet – ifølge denne tenkemåten – er at statens egen bank (sentralbanken) kjøper statens (finansdepartementets) obligasjoner. Ifølge den ortodokse læren vil dette alltid føre til inflasjon, noe som i neste omgang skaper usikkerhet for privat sektor og selvforsterkende forventninger om mer inflasjon. Slik svekkes dynamikken i økonomiens tilbudsside. Den litt mer ansvarlige, men fortsatt uønskede måten å finansiere budsjettunderskudd på, er å låne penger fra privat sektor gjennom å selge obligasjoner. Men, sier man, dette er penger privat sektor kunne brukt til å investere. Man får såkalte «crowding out»-effekter og veksten faller over tid, fordi staten har brukt penger på «forbruk» som helse og utdanning i stedet for at privat sektor har kunnet bruke sin kapital til produktive investeringer.

I verste fall, mener de minst strenge blant de ortodokse, kan staten ta opp lån fra privat sektor i krisetider. Men disse lånene bør ikke være særlig store og bør ikke få bygge seg opp over tid. Den akkumulerte gjelden må ikke få vokse seg stor. I så fall må man bruke stadig mer av statens inntekter på å betale renter. Grunnen er dels at større gjeld gir økte rentekostnader selv om renten er stabil, og dels at større gjeld gir høyere risiko for långiver, som da rasjonelt vil kreve en høyere rente for å kjøpe statsgjeld. Hvor høy det er tillatelig å la samlet statsgjeld få bli, uttrykkes gjerne som en prosentandel av BNP.

Også de første etterkrigstiaårenes keynesianere kunne bekymre seg for inflasjon og statsgjeld. Men denne gruppen oppfattet normalt arbeidsledighet, de sosiale problemer det fører med seg, og ikke minst det realøkonomiske sløseriet som ligger i ubrukte menneskelige ressurser, som mye viktigere. Den store omprioriteringen fra ledighet til inflasjon som



politikkenes hovedproblem, og fra finans- til pengepolitikk som viktigste styringsvariabel, sto i et intimt samspill med utviklingen innenfor økonomifaget.

Det aller tydeligste uttrykket for denne måten å tenke på, får vi om betrakter den mest rendyrkede, men kanskje også mest innflytelsesrike varianten, makroøkonomisk teori basert på dogmet om rasjonelle forventninger. Dette premisset ble kombinert med den litt eldre forestillingen om at det finnes et naturlig ledighetsnivå. Forsøker myndighetene å presse ledigheten nedenfor dette, vil det bare gi inflasjon. Videre forutsatte man tesen om «neutrality of money»: at økt pengemengde bare kan påvirke nominelle størrelser (som priser og valutakurser), uten å ha effekter i realøkonomien (vekst og sysselsetting). Man brukte også et analytisk grep som kalles «representative agent». Sosiale lag og grupper blir borte og erstattes av én representativ aktør (*representative agent*) med rasjonelle forventninger om skatt, priser og lønninger, som derfor alltid vil tilpasse seg og dermed nulle ut effekten av eventuelle grep fra myndighetene. Resultatet av denne cocktailen av absurde forutsetninger er at alt handlingsrom i finanspolitikken blir borte. Det offentliges eneste oppgave blir å sette strenge grenser og klare regler for inflasjonsnivå, årlige underskudd og offentlig gjeld. Samtidig modellerte man gjerne inn en slags politikkenes elendighet: økonomiske modeller – om politikkenes vesen – som forutsatte at demokratisk valgte politikere ikke greier å stå i stormen av velgerkrav og derfor alltid vil bevilge mer penger enn økonomien har godt av.<sup>35</sup> I dette verdensbildet har myndighetene i grunnen bare to muligheter: Gjøre aktiv skade på økonomiens tilbudsside ved å skape inflasjon som det ikke kommer noe godt ut av, eller binde seg selv til klare regler og i forlengelsen av det, designe institusjoner som er i stand til å forplikte myndighetene på troverdig vis.

Denne tenkningen bidro til å gjøre ideen om uavhengige sentralbanker noe nær uimotståelig, først i rike vestlige land, deretter over store deler av verden. Teoriens forkjempere kunne også vise til tyske Bundesbanks merittliste med hensyn til inflasjonsstyring. I Europa ble da også tyske ordoliberaler normer om budsjett disiplin generalisert til hele Eurosonen gjennom den såkalte vekst- og stabilitetspakten som har vært gjeldende siden slutten av 1990-tallet. Motstykket til dette pessimistiske synet på politikk er en heroisk tro på frie markeder. Slik innebar de ortodokse økonomenes program et krav om strukturelle reformer, privatisering og liberalisering. Vi ser at den makroøkonomiske

---

<sup>35</sup> William D. Nordhaus, «The political business cycle», i *The Review of Economic Studies* 42, nr. 2, 1975, 169–90, <https://doi.org/10.2307/2296528>; Robert J. Barro og David B. Gordon, «Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy», i *Journal of Monetary Economics* 12, nr. 1, 1983, 101–21, [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(83\)90051-X](https://doi.org/10.1016/0304-3932(83)90051-X); Finn E. Kydland og Edward C. Prescott, «Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans», i *Journal of Political Economy* 85, nr. 3, 1977, 473–91.

politikken var godt tilpasset den pågående finansialiseringsprosessen: Den svekker statens evne til å kompensere for de ulikhetene finansialiseringen skaper, samtidig som den gir et selvstendig bidrag til ulikheten ved å tolerere arbeidsledighet og skape et press i retning av kutt i offentlig sektor.

### **Finanskrisens transformative potensial**

Krisen som brøt ut sommeren 2007 og ble global høsten 2008, var den største finanskrisen verden hadde sett på 80 år. Krisen hadde flere, sammensatte årsaker, noen globale, andre spesifikke for de enkelte landene som ble hardest rammet.<sup>36</sup> Fellesnevnerne var myndighetenes deregulering av finansmarkedene, og økt risikotagning basert på mindre egenkapital hos bankene. Det som var felles for både myndighetenes og finanssektorens handlinger i opptakten til krisen, var at de var underbygget av en sterk tro på markedets rasjonalitet, markedets evne til å allokere kapital på en effektiv og samfunnsmessig fornuftig måte, og finansinstitusjonenes evne til selv å bedrive god risikostyring av egne aktiviteter uten inngripende regulering fra myndighetenes side. Det var flere som derfor ventet at krisen ville føre til et større oppgjør med ideene som lå til grunn for den, og ventet mer radikal reform.<sup>37</sup> En rekke reformer i både nasjonal og internasjonal bankregulering ble innført de første årene etter krisen: Basel-komiteen samlet seg om høyere kapitaldekningskrav, noe som gir bankene bedre buffere mot tap. Samtidig fikk en del land strengere regulering av videresalg av lån. Enkelte land regulerte bankenes bonusordninger, og i USA ble det innført en regel som forbyr bankene å inngå bestemte typer investeringer med egne midler. Selv om disse reglene utvilsomt representerer en forbedring og en viss tilstramming sammenlignet med reguleringsregimet finanssektoren var underlagt før 2008-krisen, var det et utilfredsstillende utfall for dem som håpet på en mer radikal endring i kjølvannet av krisen. I stedet ble det pengepolitikken, og særlig de kvantitative lettelsene (QE), som skulle bli det mest radikale og nye som kom ut av krisen.

Hvis vi nøyer oss med å sammenligne to stillbilder av finansreguleringer, henholdsvis før og etter finanskrisen, kan vi risikere å overse mer skrittvis endringer på andre tilstøtende arenaer: Det dreier seg om langsomtvirkende prosesser hvor retningen ikke nødvendigvis er så lett å få øye på til å begynne med. De desperate krisetiltakene som ble gjort for å bevare det bestående regimet, kan gi nye erfaringer og grobunn for refleksjoner som i sin tur påvirker hvordan vi oppfatter pengepolitikken, og til sist statens, rolle i økonomien. Vår hypotese er at

---

<sup>36</sup> Se f.eks. Hjertaker og Tranøy, *Ustabilitetens politiske økonomi*.

<sup>37</sup> Se f.eks. Krugman, «How did economists get it so wrong?»

den ukonvensjonelle pengepolitikken som fulgte i kjølvannet av krisen, har en tvetydig effekt på krisenes transformativ potensial. På den ene siden har QE, som Piketty helt riktig påpeker, stabilisert finansmarkedene i en slik grad at det demper trykket for nye reformer. QE i seg selv utfordrer derfor ikke noen av de ideene som vi har gjennomgått ovenfor. På den annen side kan erfaringen med å «trykke penger» i så stort omfang åpne et finanspolitisk mulighetsrom som har vært lukket i flere tiår.

### *Pengepolitikken som «the only game in town»*

Finanskrisen i 2008 var større enn krakket i 1929 langs flere dimensjoner, men den realøkonomiske krisen som fulgte ble, sett under ett, og for de fleste land, ikke så alvorlig som under den store depresjonen på 1930-tallet, om man ser på effekter på arbeidsledighet og BNP-vekst.<sup>38</sup> Den store forskjellen mellom 1930-tallet og denne krisen var myndighetenes respons, og flere politiske økonomer konkluderte med at selv om mye kanskje kunne ha blitt gjort for å unngå krisen, så «virket systemet» da krisen først inntraff.<sup>39</sup> I krisens første måneder så vi en slags konsensus omkring keynesianske motkonjunkturtiltak på begge sider av Atlanteren, også i finanspolitikken. De finanspolitiske tiltakene var derimot for små, for lite progressivt innrettet og ble avsluttet for tidlig og erstattet med austerity-politikk som forverret heller enn å motvirke krisen.<sup>40</sup> Forskjellene i stemning på toppmøtene i G20 i 2009 og 2010 illustrerer på en god måte dette nokså brå ideologiske skiftet. På 2009-møtet var det statlig stimulus og sterkere finansregulering som var i fokus,<sup>41</sup> mens på toppmøtet i 2010 var hovedbudskapet at man måtte gjeninnføre budsjett disiplin så snart som mulig.<sup>42</sup>

Medlemslandene i EUs økonomiske og monetære union var i tillegg regelbundne til ikke å underskuddsfinansiere eller øke statsgjelden over et visst nivå.<sup>43</sup> Skiftet til austerity kom noe senere i USA enn i Europa, men dominerte etter hvert også der. Statsfinanser ble av mange politikere på begge siden av Atlanteren sammenlignet med en husholdning. Diskursen gikk ut på at alle måtte leve nøkternt etter «festen» alle hadde hatt – selv om den økonomiske boomen

---

<sup>38</sup> Hellas er et viktig unntak her.

<sup>39</sup> Daniel W. Drezner, *The System Worked. How the World Stopped another Great Depression*. Oxford: Oxford University Press 2014).

<sup>40</sup> Se f.eks. Henry Farrell og John Quiggin, «Consensus, dissensus, and economic ideas: Economic crisis and the rise and fall of keynesianism», i *International Studies Quarterly* 61, nr. 2, 2017, 269–83, <https://doi.org/10.1093/isq/sqx010>.

<sup>41</sup> G20, «London summit – Leaders' statement», 2. april 2009, [https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20\\_040209.pdf](https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf).

<sup>42</sup> The Economist, «Give me austerity, soonish», i *The Economist*, 28. juni 2010, <https://www.economist.com/free-exchange/2010/06/28/give-me-austerity-soonish>.

<sup>43</sup> Selv om enkelte land som Spania og Portugal etter hvert brøt disse reglene for å kunne stimulere økonomisk vekst.

før 2007 ikke var likt fordelt.<sup>44</sup> Bankredningspakker etterfulgt av austerity-politikk ble en «double whammy» for middel- og arbeiderklassen – først ble bankene reddet fra krisen, men ikke vanlige boligeiere og arbeidstagere i like stor grad, så ble det innført omfattende kutt i offentlige tjenester og overføringer for å betale for bankenes redningspakker. Siden offentlige tjenester i større grad blir brukt av de inntektsgrupper som ikke fikk ta del i oppturen før krisen, bidro dette til økt ulikhet.

Sentralbankene trådte etter hvert fram som de viktigste aktørene i kampen mot den økonomiske krisen, og sentralbankene skal angivelig selv ha sett seg selv som «the only game in town».<sup>45</sup> Den konvensjonelle pengepolitikken – å forsøke å påvirke kortsiktige markedsrenter gjennom å senke styringsrenta og gjennomføre kortsiktige likviditetsoperasjoner – viste seg raskt å være utilstrekkelig. Flere av de store sentralbankene<sup>46</sup> begynte da å eksperimentere med det som ble kalt «ukonvensjonell pengepolitikk». Kvantitative lettelser ble den fremste av disse innovasjonene. Innretningen og størrelse på disse programmene varierte mellom sentralbankene som gjennomførte slike programmer, men kvantitative lettelser gikk i hovedsak ut på omfattende oppkjøp av verdipapirer fra finansmarkedsinstitusjoner. Primært kjøpte sentralbankene stats- og selskapsobligasjoner, men for enkelte sentralbanker omfattet det også strukturerte gjeldsobligasjoner og selskapsaksjer. Selv om sentralbankene ikke kjøpte statsgjeld direkte fra sine myndigheter, endte sentralbankene opp med å sitte på en betydelig andel av sine lands respektive statsgjeld, i Europa i snitt 1/3, men for Japan over 50 prosent.

Kvantitative lettelser har blitt kritisert fra flere hold, men det kritikkene har til felles, er argumentet om at sentralbankene har overskredet sine mandat: at grensene mellom pengepolitikk og finanspolitikk er blitt uklare, at sentralbankpolitikken har bidratt til å øke ulikheten, og i Europas tilfelle, at den europeiske sentralbanken har brutt sitt forbud mot å finansiere medlemsstatenes gjeld.<sup>47</sup> Formålet med denne ukonvensjonelle pengepolitikken var ifølge sentralbankene selv å styrke effekten av rentesignalet, med andre ord å senke de kortsiktige rentene i finansmarkedene og stimulere til at bankene kunne låne ut til bedrifter og

---

<sup>44</sup> Mark Blyth, *Austerity. The History of a Dangerous Idea*. Oxford: Oxford University Press 2015.

<sup>45</sup> [Forfatternavn mangler] *The Only Game in Town. Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse*. New York: Random House 2016.

<sup>46</sup> Federal Reserve, den Europeiske Sentralbanken, samt sentralbankene i Sveits, Canada, England og Japan.

<sup>47</sup> Se f.eks. Ingrid Hjertaker og Bent Sofus Tranøy, «The european central bank», i *The Palgrave Handbook of EU Crises*. London: Palgrave Macmillan 2020); Paul Tucker, *Unelected Power. The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*. New Jersey: Princeton University Press 2018; se f.eks. J. Lawrence Broz, «The politics of rescuing the world's financial system: The federal reserve as a global lender of last resort», i *The Korean Journal of International Studies* 13, nr. 2, 2015, 323, <https://doi.org/10.14731/kjis.2015.08.13.2.323>; Jens van't Klooster, «The ethics of delegating monetary policy», i *The Journal of Politics* 82, nr. 2, 2020, 587–99, <https://doi.org/10.1086/706765>.

husholdninger og slik stimulere til økt aktivitet i økonomien. Ved å referere til at QE bare hadde som formål å styrke rentas «transmission mechanism» og bidra til prisstabilitet,<sup>48</sup> argumenterte sentralbankene for at QE ikke brøt sentralbankenes mandat, og forsvarte seg da også mot enkelte rettslige forsøk på å stanse programmet.<sup>49</sup>

QE-programmene skulle vise seg å bli større og mer langvarige enn sentralbankene selv først så for seg. Det første QE-programmet til den amerikanske sentralbanken hadde i utgangspunktet en ramme på 600 milliarder dollar, men etter hvert som dette viste seg ikke å være nok til å stimulere økonomien, satte de i gang et QE2-program, og senere et «QE3», som ikke hadde noen definert økonomisk ramme. Den europeiske sentralbanken, som igangsatte QE fem år senere enn den amerikanske, gikk rett til et program med en definert månedlig ramme på 60 milliarder euro (senere utvidet til 80 milliarder euro) og uten fastsatt sluttdato. I det første tiåret etter at krisen brøt ut, økte den amerikanske og den europeiske sentralbanken sine respektive balanser fra fem prosent av BNP til rundt en tredjedel. I 2017 holdt de seks store sentralbankene rundt 15 tusen milliarder dollar i finansielle aktiva, hvorav 9 tusen milliarder dollar var statsobligasjoner. Under Covid19-krisen har verdipapiroppkjøpene ikke bare blitt tatt opp igjen, men også økt i volum sammenlignet med under finanskrisen. Halvveis ut i 2020 hadde sentralbankene til G10-landene femdoblet sine fra 2006. Den massive etterspørselen etter obligasjoner som sentralbankene har stått for, har drevet prisen opp og rentene ned, og den ukonvensjonelle pengepolitikken er en viktig faktor bak de vedvarende lave rentene som nå dominerer markedet. 70 prosent av verdens stats- og selskapsobligasjoner hadde ved utgangen av 2020 en rente på under én prosent. 17 tusen milliarder dollar verdt av obligasjoner hadde negativ rente, inkludert mye statsgjeld.<sup>50</sup>

### *En endring i sentralbankenes rolle*

Denne pengepolitikken har i praksis endret sentralbankenes rolle. Sentralbanker ble gjort politisk uavhengige i mange land på 1990- og 2000-talet, med det formål å bedre inflasjonsstyringen. Inflasjonsstyring skulle være disse institusjonenes primære, og for de

---

<sup>48</sup> Se ECBs forklaring på sitt QE program her:

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

<sup>49</sup> Se f.eks Vivien A. Schmidt, «Reinterpreting the rules 'by stealth' in times of crisis: A discursive institutionalist analysis of the European Central Bank and the European Commission», i *West European Politics* 39, nr. 5, 2016, 1032–52, <https://doi.org/10.1080/01402382.2016.1186389>.

<sup>50</sup> Bloomberg, «World's negative-yield debt pile has just hit a new record», i *Bloomberg.Com*, 6. november 2020, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-11-06/negative-yielding-debt-hits-record-17-trillion-on-bond-rally>.

fleste av dem, også eneste, mål.<sup>51</sup> At sentralbankene ble gjort politisk uavhengige, var en institusjonell endring som ble rettfærdiggjort av et skifte i økonomisk teori. Teorien sa at sentralbanker under politisk kontroll aldri vil kunne være troverdige som inflasjonens voktere, fordi politikere før valg har insentiver til å bruke for mange penger for å sanke stemmer.<sup>52</sup> Sentralbanker ble gjort til uavhengige organ som var underlagt liten politisk kontroll, men til gjengjeld skulle organisasjonene ha snevre mandat, og drive pengepolitikk med utgangspunkt i klart definerte regler, ikke skjønn.<sup>53</sup> I tiåret før krisen så det ut til at denne institusjonelle ordningen fungerte greit, finansmarkedene var noenlunde stabile og inflasjonen var lav. Men da den globale finanskrisen inntraff, viste det seg at det å sette renta ned ikke var nok for å få økonomien i gang igjen, særlig når finanspolitikken raskt begynte å trekke i motsatt retning av pengepolitikken.

I 2021 står vi med sentralbanker som har mangedoblet sine balanser. Disse institusjonene sitter nå som eiere av store deler av sine respektive lands statsgjeld, og i praksis finansierer de da budsjettunderskudd. I Japan eier sentralbanken over halvparten av landets statsgjeld. Dette reiser spørsmålet om denne gjelden i det hele tatt burde «telle» som statsgjeld,<sup>54</sup> eller hva som er grensene for slik politikk. I teorien kan sentralbankene kjøpe opp hele markeder for stats- og selskapsobligasjoner og sitte som eiere.<sup>55</sup> Den nye rollen har utløst en rekke viktige debatter, der noen spørsmål er knyttet til hvilke demokratiske kontrollmekanismer så mektige organer bør være underlagt, mens andre spør om ikke sentralbankene bør benytte sin nye, betydelige markedsrett til å fremme andre politiske mål, som for eksempel et grønt skifte.<sup>56</sup> Begge debattene er en anerkjennelse av at skillelinjene ikke lenger er like klare mellom pengepolitikk, som uavhengige sentralbanker har hatt ansvaret for, og finans- og industripolitikk, som politisk styrte finans- og næringsdepartement har ansvaret for.

---

<sup>51</sup> Den amerikanske sentralbanken har lenge hatt et «dobbelmandat» hvor det å sikre full sysselsetting likestilles med målet om å sikre prisstabilitet.

<sup>52</sup> Se f.eks. Nordhaus, «The political business cycle». [

<sup>53</sup> Se f.eks. Barro og Gordon, «Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy».

<sup>54</sup> Se f.eks. Willem H. Buiter, «Helicopter money: Irredeemable fiat money and the liquidity trap», i *National Bureau of Economic Research*, nr. 10163, 2003, <https://doi.org/10.3386/w10163>.

<sup>55</sup> Piketty, *Capital and Ideology*, 700.

<sup>56</sup> Tucker, *Unelected Power. The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*; Benjamin Braun, «Central banking and the infrastructural power of finance: the case of ECB support for repo and securitization markets», *Socio-Economic Review*, nr. mwy008, 20. februar 2018, <https://doi.org/10.1093/ser/mwy008>; van't Klooster, «The Ethics of Delegating Monetary Policy»; Peter Dietsch, François Claveau og Clément Fontan, *Do Central Banks Serve the People? The Future of Capitalism*. Cambridge: Polity Press 2018); Frances Coppola, *The Case for People's Quantitative Easing*. Medford: Polity Press 2019.

Selv om det er vanskelig å skille ut og måle pengepolitikkenes selvstendige effekt på økonomien, er det rimelig å tro at omfanget av kvantitative lettelser har hatt en betydelig effekt på rentenivå og prisene på enkelte aktiva, som aksjer. Mekanismene vi pekte på ovenfor, de som kopler finansialisering og ulikhet, framstår som enten forsterket eller i beste fall uberørte. De lave rentene og høye aksjeprisene gjør både *shareholder value* og finansialiserte forretningsmodeller enklere å praktisere. Til tross for at G20-lederne i april 2009 ga uttrykk for et ønske om å «stenge skatteparadisene», har den pågående OECD-prosessen om å endre selskapskattereglene bare gitt marginale forbedringer. Lave renter burde i teorien stimulere til økte realinvesteringer, da investorer søker økt avkastning. Den store etterspørselen etter statsobligasjoner med lave og til og med negative renter tyder på at mange investorer ser få muligheter til økonomisk vekst. Gjeldsveksten har også fortsatt etter 2008, men i det første tiåret etter krisen var det i Kina og en rekke utviklingsland store deler av den nye gjelden ble tatt opp.<sup>57</sup>

Det er vanskelig å måle presist i hvilken grad kvantitative lettelser har bidratt til økt ulikhet, men det er naturlig å tenke seg at formuesforskjellene øker når kvantitative lettelser bidrar til en økning av aksje- og obligasjonspriser, da eierskapet av verdipapirer er konsentrert i det øverste segmentet av inntekts- og formuesfordelingen. Den europeiske sentralbanken har forsvart seg mot denne kritikken ved å argumentere for at nettoeffekten av deres ukonvensjonelle pengepolitikk faktisk har vært å senke ulikheten, gjennom å redusere arbeidsledigheten og øke økonomisk vekst og aktivitet.<sup>58</sup> Lignende argumentasjon la også Ben Bernanke, tidligere sentralbanksjef i den amerikanske sentralbanken, til grunn.<sup>59</sup> Effektene av pengepolitikken på arbeidsledighet og vekst er en mer indirekte sammenheng enn effekten på prisene på finansielle aktiva og eiendom, og derfor vanskeligere å måle.

### **Kan krisen likevel føre til en politisk-ideologisk transformasjon?**

Piketty skriver at selv om det var mange faktorer som bidro til å avskaffe det gamle proprietære ulikhetsregimet og erstatte det med sosialdemokrati etter andre verdenskrig, var

---

<sup>57</sup> UNCTAD, «Debt sustainability in developing countries is deteriorating fast | UNCTAD» (UNCTAD, 7. november 2018), <https://unctad.org/news/debt-sustainability-developing-countries-deteriorating-fast>.

<sup>58</sup> Michele Lenza og Jiri Slacalek, «Quantitative easing did not increase inequality in the Euro area», i *European Central Bank News Bulletin*, nr. 54, 2019, <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2019/html/ecb.rb190129.en.html>.

<sup>59</sup> Ben S. Bernanke, «Monetary policy and inequality», i *Brookings Institution* (blog), 2015, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/06/01/monetary-policy-and-inequality/>.

den aller viktigste faktoren diskreditering av det gamle systemet.<sup>60</sup> Hvilke diskrediteringsprosesser vi kan se i etterkant av denne krisen?

Man kan anlegge to ulike perspektiv på pengepolitikken som sentralbankene har ført siden 2007. Begge, vil vi argumentere, har noe for seg. Ett perspektiv, som Piketty selv delvis gir rett, er at QE bare er en respons på «uhemmet» finansialisering. Fordi finanssektoren har vokst så voldsomt de siste 40 årene, må også likviditetstiltakene vokse proporsjonalt for å ha stabiliserende effekt. Sentralbankenes balanser har kanskje økt dramatisk, men de utgjør fremdeles bare en liten del av de samlede finansielle aktiva som finnes.<sup>61</sup> Myndighetenes forsøk på å «holde tritt» med finanssektoren bidrar ifølge Piketty ikke til å løse grunnleggende problemer. Dette må gjøres gjennom å krympe størrelsen på finanssektorens balanser, ikke bare øke sentralbankens. Her har Piketty helt rett. Finanskrisen og myndighetenes respons virker ikke i tilstrekkelig grad å ha rokket ved den finansielle idealismen som styringsideologi.

På den annen side kan QE-politikken også ha bidratt til å endre vår forståelse av penger og pengesystem, og ha bidratt til å endre holdninger rundt sentralbankens og statens rolle i økonomien. Sentralbankene har skapt enorme mengder penger uten at vi har sett den løpske inflasjonen, som mange spådde. Tvert imot er deflasjon fremdeles en mer nærliggende trussel for mange økonomier. Et naturlig spørsmål å stille, som mange har stilt, er hvorfor ikke sentralbankens pengetrykking kan komme flere til gode? Det finnes en rekke andre forslag til hvordan QE-politikken kan gjøres mer rettferdig, til en «QE for the people».<sup>62</sup> Den sterke veksten i balansene til flere store sentralbanker har også satt i gang en interessant teoretisk debatt omkring hvorvidt sentralbanker kan gå konkurs, om de skulle måtte ta store tap eller nedskrive verdipapirene de nå har kjøpt i store mengder. Christine Lagarde, nåværende sentralbanksjef i den europeiske sentralbanken, kom med et innlegg i denne debatten da hun i desember 2020 uttalte at den europeiske sentralbanken verken kan slippe opp for penger eller gå konkurs.<sup>63</sup>

### *Finanspolitikk*

De pengepolitiske tiltakene har også satt sine spor i debatten om finanspolitikk.

---

<sup>60</sup> Piketty, *Capital and Ideology*, 36.

<sup>61</sup> Ibid., 700.

<sup>62</sup> Coppola, *The Case for People's Quantitative Easing*.

<sup>63</sup> Reuters, «ECB can't go bankrupt even it suffers losses», i *Reuters*, 19. november 2020, <https://www.reuters.com/article/us-ecb-policy-bonds-idINKBN27Z12S>.



Den ortodokse tenkningen og de finanspolitiske praksisene som har fulgt av den, ble gjort rede for i del 3. Det oppsto her en situasjon der staten skulle være restriktiv med sine utgifter, mens statens egen bank hadde ansvaret for å regulere aktivitetsnivået i økonomien gjennom sine renter og, under kriser (har det vist seg), gjennom økte utlån i form av å skape ny kreditt. Vårt spørsmål er om erfaringen med QE etter finanskrisen av 2008 og gjennom den pågående Covid-19 krisen bidrar til å svekke rådende finanspolitisk ortodoksi, og mer grunnleggende, synet på statens rolle i økonomien?

Utfordringen kommer i to forskjellige versjoner når det gjelder hvor radikale de er. Den minst radikale kommer fra det vi kan kalle tradisjonelle keynesianske resonnementer fundert i den nyklassiske syntesen som den opprinnelige keynesianske analysen ble utsatt for etter Keynes død i 1946. Den andre, mer radikale, springer ut av det som nå kalles *modern monetary theory* (MMT). Denne retningen er mer radikal fordi den utfordrer ortodoksiens lære om pengenes opprinnelse og vesen eller, om man vil, pengenes ontologi. I del tre beskrev vi én mulig finanspolitisk posisjon som «den minst strenge blant de ortodokse». Det vi her kaller tradisjonelle keynesianske resonnementer, representerer en utvidelse av mulighetsrommet i denne posisjonen. Ett viktig argument for å bevege seg i denne retningen er at den voldsomme elektroniske pengetrykkingen etter 2008, og nå under Covid-19-krisen, ikke har gitt inflasjon. Bare vent, vi har et gjeldsoverheng som vil gi oss inflasjon (eller tvinge fram grusomme kutt) i det lange løp, sier de ortodokse.<sup>64</sup>

Styringsorienterte tradisjonelle keynesianere vil vurdere dette på en annen måte. De vil flytte sin oppmerksomhet vekk fra pengeøkonomien og over mot realøkonomien: Hvor mange arbeidsledige har vi? Er ikke arbeidsledighet den groveste form for sløseri med ressurser? Er det virkelig fare for «crowding out»-effekter? Gjør privat sektor nok produktive investeringer i nedgangstider? Hva skjer om alle aktørene i en økonomi prioriterer gjeldsnedbetaling samtidig? Svarene er henholdsvis «alt for mange», «jo, det er sløseri», «nei, de investerer ikke nok» og «da blir det fare for deflasjon». Videre vil den tradisjonelle keynesianske posisjonen legge vekt på at det i dag knapt koster staten noe som helst å låne penger. Enkelte stater – som Tyskland – opplever endog at statsobligasjonene deres kjøpes av investorer som aksepterer negativ rente. Tradisjonelle bærere av den gamle ortodoksien har begynt å bevege på sine posisjoner. På lederplass i *Financial Times*, og fra sjefsøkonomen i OECD hører vi nå nye toner om at en dyp økonomisk krise ikke er tiden for å være redd for statsgjeld eller praktisere

---

<sup>64</sup> Se f.eks. Kenneth Rogoff, «Falling real interest rates, rising debt: A free lunch?», i *The Journal of Policy Modelling* 24, nr. 4, 2020, 778–90.

budsjett disiplin.<sup>65</sup> Selv Tyskland har satt til side idealet om å alltid balansere budsjetter, «die schwarze null», og kjørte i 2020 et budsjettunderskudd.<sup>66</sup> Regjeringen har også sagt at de vil ta opp mer statsgjeld, som de nå får til negative renter.

I et intervju med *Financial Times* tidlig i januar 2021 advarte OECDs sjeføkonom Laurence Boone sine medlemsstater om å gå tilbake til austeritet når Covid-19 krisen etter hvert legger seg. Hun omtalte den ortodokse posisjonen som ble inntatt fra 2010 av, og som OECD den gang sluttet helhjertet opp om, som et feilgrep («a mistake»). Boone viser til sentralbankenes stimuleringspolitikk og sier at folk kommer til å spørre hvor disse pengene kom fra, og at myndigheter kommer til å slite med å begrunne at de ikke har råd til klima- eller velferdstiltak.<sup>67</sup>

Vi har også sett nye debatter om statens mulighetsrom i industripolitikken, der økonomiprofessor Mariana Mazzucato er den mest kjente stemmen. Hun aviser myten om at staten ikke har vært betydningsfull for viktige teknologisk innovasjoner de siste tiårene, og viser til statens rolle i utvikling av flere av komponentene i våre smarttelefoner, som wifi og GPS, og at Tesla fikk sitt første lån fra det amerikanske energidepartementet etter at alle private banker hadde avvist selskapet.<sup>68</sup> Mazzucato viser til flere historiske eksempler på vellykkede «mission-driven» statlige innovasjonsprosesser, og argumenterer for at det er på tide at stater igjen blir ambisiøse i sine offentlige investeringer, i form av en mer offensiv industri- og innovasjonspolitik. Disse ideene blir særlig diskutert i sammenheng med gjennomføringen av en såkalt Green New Deal. Sentralbankene blir også diskutert som en viktig aktør i det grønne skiftet. Mange har tatt til orde for at sentralbankene skal bruke den markedsposisjonen de har fått gjennom QE, til å bidra til et grønt skifte.<sup>69</sup> Faktisk er sentralbankene i denne sammenhengen kanskje de mest offensive statlige aktørene. Lagarde sa for eksempel sommeren 2020 at «grønn politikk» står øverst på agendaen med hensyn til ECBs kjøp av obligasjoner.<sup>70</sup>

---

<sup>65</sup> Chris Giles, «OECD warns governments to rethink constraints on public spending», i *Financial Times*, 4. januar 2021, <https://www.ft.com/content/7c721361-37a4-4a44-9117-6043afee0f6b>; Financial Times Editorial Board, «A fiscal policy for all seasons», i *Financial Times*, 13. januar 2021, <https://www.ft.com/content/7b6242c5-8a25-4d98-ba0a-f9d9bd046085>.

<sup>66</sup> Lukas Haffert, «Die ‘Schwarze Null’ ist Geschichte. Aber hat sie eine Zukunft? | APuZ», *Bundeszentrale für politische Bildung* (blog), 20. november 2020, <https://www.bpb.de/apuz/schwarze-null-2020/319054/die-schwarze-null-ist-geschichte-aber-hat-sie-eine-zukunft>.

<sup>67</sup> Giles, «OECD warns governments to rethink constraints on public spending».

<sup>68</sup> Mariana Mazzucato, *The Entrepreneurial State. Debunking Public vs. Private Sector Myths*. London & New York: Anthem Press 2013.

<sup>69</sup> Se f.eks. Dietsch, Claveau og Fontan, *Do Central Banks Serve the People?*

<sup>70</sup> Martin Arnold og Roula Khalaf, «Lagarde puts green policy top of agenda in ECB bond buying», i *Financial Times*, 8. juli 2020, <https://www.ft.com/content/f776ea60-2b84-4b72-9765-2c084bff6e32>.

Den mer radikale utfordringen til ortodoks finanspolitisk tenkning kommer fra *modern monetary theory*. MMT tar et annet teoretisk utgangspunkt, og ender opp i en mer radikal tolkning av staters økonomiske handlingsfrihet enn den keynesianske slik denne tradisjonelt blir forstått. I MMT er grunnantagelsen at suverene stater trykker sine egne penger, og at stater ikke har den type finansieringsbegrensninger som ortodokse tenkemåter lenge har lagt til grunn. Offentlig pengebruk begrenses bare av inflasjon. Verken skatteinnkreving eller statsgjeld blir i denne modellen lenger nødvendige finansieringskilder for staten, men heller virkemidler staten kan bruke til å inndra kjøpekraft med tanke på å kontrollere inflasjonen. Selv om MMT-økonomer har argumentert for dette i flere tiår, er det først etter krisen at MMT har blitt populært. Den kanskje mest kjente av MMTs forkjempere utenfor academia er økonomen Stephanie Kelton, forfatter av boken *The Deficit Myth*.<sup>71</sup> Hun var også rådgiver for Bernie Sanders under hans primærvalgkamp, men har også eksplisitte tilhengere blant andre amerikanske politikere som Alexandria Ocasio-Cortez. Kelton og hennes fagfeller søker å komme til livs myten om at offentlige budsjettunderskudd er et problem, og vil vise at offentlig pengebruk, hvis den innrettes riktig, kan bidra til økonomisk vekst og velferd. MMT avviser også at offentlig pengebruk og offentlig investering vil ta plassen til privat pengebruk, og avviser dermed «crowding out»-antagelsen som ligger til grunn for mainstream makroøkonomi.<sup>72</sup> MMT har møtt en rekke kritikker, bl.a. fra mainstream-økonomer som Larry Summers og Ken Rogoff,<sup>73</sup> men selv denne kritikken anerkjenner at MMT har visse poenger (men advarer mot at tatt for langt vil det føre til mye inflasjon). Debatten om hvor statens økonomiske grenser går, må likevel sier å ha blitt betydelig åpnere det siste tiåret.

## Konklusjon

I denne artikkelen har vi tatt for oss det vi mener er det viktigste aspektet ved det nåværende ulikhetsregimet, som Piketty refererer til som hyperkapitalisme, men som vi har valgt å kalle finansialisering. Vi har sett på flere av de mekanismene som forbinder trekk ved finansialiseringen og økende ulikhet. Der Piketty ser mer til trekk ved ideologier, slik de gjennomsyrrer allmennkulturen, for å se hvordan forskjellige ulikhetsregimer er blitt rettfærdiggjort, velger vi å se til den ortodokse, angloamerikanske økonomiske teorien. Den

---

<sup>71</sup> Stephanie Kelton, *The Deficit Myth. Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*. New York: PublicAffairs 2020.

<sup>72</sup> Mer teknisk så legger MMT til grunn en «endogen pengeteori» heller enn å anta at det finnes en gitt mengde «loanable funds» som offentlig og privat sektor nødvendigvis konkurrerer om.

<sup>73</sup> Kenneth Rogoff, «Modern monetary nonsense», i *Project Syndicate*, 4. mars 2019, paragr. Economics & Finance, <https://www.project-syndicate.org/commentary/federal-reserve-modern-monetary-theory-dangers-by-kenneth-rogoff-2019-03>.

globale finanskrisen i 2008 var den største på over 80 år, og for mange et potent symbol på alt som var galt med den finansialiserte kapitalismen. Til tross for dette ledet ikke krisen til noen umiddelbare endringer i «ulikhetsregimet» utover enkelte nye reguleringer på finanssektoren. Vi har spurt om ikke det likevel ligger endringspotensial i de ideologiske grensene som har blitt flyttet med myndighetenes respons på krisen.

Vi har ønsket å fortelle to historier: én om en hyperaktiv finanssektor og én om den passive, ideologisk bundne staten. Da den hyperaktive finanssektoren spant ut av kontroll, ble staten aktiv på en dramatisk, men likevel begrenset måte. Den brøt sine egne regler og skapte enorme mengder nye penger for å holde liv i en sektor som hadde kollapset og ville ha trukket resten av samfunnet med seg ned om den ikke fikk hjelp. Samtidig må vi ikke tape av synet hva statene ikke har gjort. De støttet finanssektoren med 10-tusener av milliarder da denne lå nede, med få betingelser. Om vi ser på de krav stater stiller til andre stater i form av såkalt «kondisjonalitet» og harde reformer når det skal gis krisehjelp, er kontrasten påfallende: Reglene er litt strammet til, men finanssektorens ruvende posisjon i økonomien er ikke endret. Kritiske tanker om unyttig («socially useless») eller direkte skadelig finansiell aktivitet er ikke kommet særlig høyt på dagsorden.

Det betyr at vi kan gå mot en framtid der en reaktivisert stat lever side om side med en kolossal og fortsatt hyperaktiv finanssektor. Vi ser for oss tre særlig aktuelle konfliktområder. For det første vil finanssektoren fortsatt kunne generere ustabilitet. Dette vil stjele oppmerksomhet fra andre problemområder og vil kunne skape uintenderte konsekvenser. For det andre vil den fortsette å generere ulikhet. Mens staten ved å reaktivere keynesianske logikker i nye former kan avhjelpe ulikheten nedenfra, vil de på toppen fortsatt dra ifra. For det tredje, vet vi at økonomisk rikdom lar seg omsette til politisk innflytelse, og de superrike har en tendens til å motsette seg endringer som truer deres økonomiske interesser. *Det* vil kanskje, når alt kommer til alt, representere den største barrieren mot virkelig, virkningsfulle endringer i finanssektorens privilegerte posisjon.