

Working Paper Series 6/13

STABILT ELLER ROBUST?

Arne Jon Isachsen CME/BI

Juli 2013



Centre for Monetary Economics
BI Norwegian Business School

ISSN 1503-3031

STABILT ELLER ROBUST?

Stabilt eller robust?	Side 3
Elementært, min kjære Watson	Side 7
København i januar	Side 11
Noe må skje	Side 17
Hvor ble det av perspektivene?*	Side 21
Storbritannia ut av EU?	Side 25
Bør Norge ta initiativet til en ny Marshallplan?*	Side 29

Dette arbeidsnotatet består av Månedsbrevet fra årets seks første måneder og Vinterbrevet.
*Med Ivar Strompdal som medforfatter

Stabilt eller robust?



Månedsbrev 01 2013

Robuste systemer er ikke alltid stabile. I håndteringen av finanskrisen har man vært altfor lite flink til å la banker gå konkurs. De som bør ta tap, tar dem ikke. Det kan skape problemer for et demokrati.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Stabilt ELLER Robust? Er ikke det to sider av samme sak? Det stabile og robuste, går ikke det sammen som hånd i hanske?

Stabile ekteskap er ikke alltid robuste

”Nei, tenk at de ble skilt, de to som hadde slikt et stabilt og harmonisk ekteskap.” Hørt det før? Sagt det selv kanskje? Eller sågar erfart det selv?

”Du verden som de to tidvis er i tottene på hverandre, nærmest som hund og katt, men ekteskapet tåler det visst godt.” Her kommer aggresjon opp og forventninger som ikke innfris, frem. Man legger ting bak seg. Starter på ny frisk. Med blanke ark og fargestifter til. Forholdet er robust.

Om stabilitet skal prege hver time på dagen og hver dag i året, slipper ikke skuffelser og de vonde følelsene frem. Forholdet blir skjørt. Den lille tuen der litt lenger fremme i veien står i fare for å velte det store lasset.

Også i faget økonomi er det viktig å skille mellom stabilitet og robusthet. Etter min mening legger faget overdreven vekt på stabilitet og likevekt. Det gjelder for enhver pris å bringe økonomien tilbake til likevekt og å unngå korreksjoner og konkurser som nedgangstider ofte fører til.

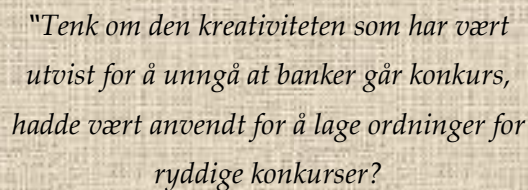
Alan Greenspan la for mye vekt på stabilitet

Amerikansk pengepolitikk under Alan Greenspan, den forrige sentralbanksjefen, er et eksempel på dette. Hver gang det lå an til at nedgangstider eller kriser kunne oppstå, var Greenspan frempå med rentereduksjoner. Han ville lindre smerten, unngå konkurser, og sikre veksten. Men hva slags holdninger og vaner var Greenspan dermed med på å

fremelske i finansmarkedene? En overdreven villighet til risikotaking. Om ting gikk surt i det store, kunne man påregne at Greenspan satte renten ned. Tapene ble mindre, en del konkurser unngått, og den økonomiske veksten holdt oppe.

Høsten 2005, noen måneder før Greenspan skulle gå av som sjef for Fed, ble han hyllet av alle. Sannsynligvis den beste sentralbanksjefen noen gang, ble det sagt. Sjef-økonomen i Det internasjonale pengesondet på den tiden, Raghuram Rajan, helte imidlertid malurt i begeret. Kanskje Greenspan i fremtiden vil bli kritisert fordi han bare tillot to nedgangsperioder i sine vel 17 år som sjef for Fed, hevdet Rajan. Det robuste ble fortrenget av det stabile. En skjørhet fikk bygget seg opp i det amerikanske bank- og finansvesen.

Den 16. september 2008, ved konkursen til investeringsbanken Lehman Brothers, ble det klart at Rajan hadde sett tingene klarere enn de andre. Greenspans forklaring eller unnskyldning i ettertid var basert på antakelsen om at eierne av bankene ville passe på sine interesser. Greenspan innså ikke at ledelsen i de store bank- og finanshusene hadde makten. Og at den på sin side hadde incentiver til enorm risikotaking. Gikk det bra, cashet lederne inne eventyrlige bonuser. Gikk det dårlig – som det til sist gjorde – ble det aksjonærenes og skattebetalernes problem, som det til sist ble.



"Tenk om den kreativiteten som har vært utvist for å unngå at banker går konkurs, hadde vært anvendt for å lage ordninger for ryddige konkurser?"

Samme tabben i euroland

På den andre siden av Atlanterhavet – nærmere bestemt de 17 EU-landene som har euro som felles mynt – har man tilsvarende overfokusert på det stabile til forkleinelse for det robuste. Hellas fikk altfor lenge låne altfor mye altfor billig. En euro er en euro, sa man i markedet, og forlangte ikke noe særlig i påslag i rente om låntaker var den greske stat og ikke den tyske. Inntil det smalt. En euro var ikke lenger en euro. Spørsmålet om hvem låntakeren var, ble med ett sentralt. Og greske statsrenter spratt opp til både fem- og ti-ganger'n de tyske.

De som hadde lånt ut billig til dårlige betalere, lå an til å få seg en smekk. Men nei, Den europeiske sentralbanken (ECB) og andre gode krefter grep inn. "Om Hellas ikke kan betjene sin statsgjeld, vil tyske banker gå konkurs", var omkvedet. Så la dem det, mente noen. Skriv aksjekapitalen ned til null. Og la långivere som har finansiert uvettig bankvirksomhet, få svi. Eventuelt også vanlige innskytere om de har flere penger i banken enn det beløpet myndighetene garanterer.

Selv om aksjonærene taper alt, og långivere til banken taper mye, kan virksomheten i banken fortsette, med staten som midlertidig eier. Dette er den norske modellen fra vår egen bankkrise tidlig på 1990-tallet. Om en konkursrammet bank ikke er så stor, kan dens aktiva og passiva, etter nødvendige nedskrivninger, eventuelt tas over av en større og mer solid bank.

Danmark har gjort rett – Irland feil

I Danmark har flere banker gått konkurs. Hyl og skrik. Den Danske Bank – danskenes finansielle flaggskip – mistet kredittverdighet. Gikk med i dragsuget. Inntil markedet etter kort tid så nyansene. Storbanken Danske var

solid, og fundingkostnadene falt ned til det riktige nivået. Den jevne danske fikk seg en leksjon i hva aksjer er til for. Og er mer bevisst hvor han har sine innskudd om midlene er store nok.

Mens myndighetene i Danmark tillot bankkonkurser der aksjonærer, långivere og innskytere alle tapte, valgte myndighetene i euroland, godt hjulpet av kapitalmarkedets godt betalte lobbyister, å tre støttende til. Reddet dem som burde ha tatt konsekvensene av konkurser.

Irland er i så måte verst ute. Her har myndighetene garantert for at alle långivere til irske banker blir holdt skadesløse. Tapene som långiverne burde ha tatt, veltes over på irske skattebetalere. Det er helt urimelige.

Ryddige konkurser er helt sentralt

Tenk om den kreativiteten som har vært utvist for å unngå at banker går konkurs, hadde vært anvendt for å lage ordninger for ryddige konkurser? Tap ville vært tatt tidligere. De som stod for misèren, ved å gi for billig utlån, ville måttet ha båret konsekvensene av egen atferd.

Otmar Issing, tidligere sjeføkonom i ECB, advarer på det mest bestemte at Den europeiske sentralbanken skal kjøpe statsobligasjoner slik at de som gav lånene, ikke tar tapene.

I kjølvannet av finanskrisen har vi fått et lappeteppes av ordninger som skyver tapene rundt. I et foredrag nylig advarte Raghuram Rajan mot en utvikling der de mektige og smarte dytter tapene over på de mindre mektige og mindre smarte. Demokratiet kan komme i fare når de som har forårsaket tapene og evner å bære dem, snor seg unna, hevder Rajan.

Kongsberg Våpen – en suksessfylt nedleggelse

I 1987 var den statlige norske bedriften Kongsberg Våpen på randen av konkurs. Det endte med akkord der mange banker – også utenlandske – måtte ta tap. Det hadde de ikke ventet. Var ikke KV en statlig bedrift? Jo. Burde ikke staten ta over gjeld som bedriften ikke maktet å betjene? Nei. Man må holde seg til reglene. Eierne hefter med innskutt egenkapital. Punktum. Norske så vel som utenlandske banker ble sure. Men det er ingen grunn til at spillets regler fravikes.

KV ble lagt ned. Ny kapital kom på bordet, og ny næringsvirksomhet, basert på kompetansen hos de ansatte, vokste frem.

Konkurs er fravær av stabilitet. Men konkurs er nødvendig om økonomiske systemer skal være robuste. Tap blir tatt. Virksomheter legges ned. Men etter noen tid kommer ny virksomhet til.

Hvordan er ekteskapet ditt?

Lever du i et stabilt ekteskap? For stabilt? Sleng igjen døren med et smell neste gang du blir skikkelig sint. Så får du se hvor robust forholdet er.

11. januar 2013

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

Elementært, min kjære Watson



Månedsbrev 02/2013

Med overgang til felles mynt forsvant muligheten til å endre valutakurser ved ulikevekt i utenriksøkonomien. Samtidig sluttet man å følge nøye med hvorvidt slike ulikevekter var i utvikling. Det var ikke så lurt.

Arne Jon Isachsen

**Centre for Monetary
Economics (CME)**

Før finanskrisen slo ut i lys lue i Europa i 2009, hadde Spania og Irland fått ros av sine eurokollegaer. Hadde ikke disse to landene solid økonomisk vekst og skikkelig orden i de offentlige finansene? Jo, men på bekostning av en høy prisstigning og store låneopptak i privat sektor.

Risiko for mislighold prises ikke inn

Med så godt som samme nominelle rente i alle euroland – uaktet tempoet i prisstigningen – førte dette til negative realrenter der inflasjonen var høy. Markedet "glemte" å prise inn risikoen for mislighold. Gjeldsgraden i privat sektor nådde etter hvert nivåer som ikke var bærekraftige. Da det smalt, før arbeidsløsheten i været og bankene, som helt ukritisk hadde finansiert bobler i eiendomsmarkedet, gikk nedenom. Med økende arbeidsløshet falt skatteinntektene, og utgiftene til arbeidsløshetsstrygd steg. De sunne, offentlige finansene ble historie.

Bedre ble det ikke ved at staten måtte inn med store beløp for å redde en banksektor på falllittens rand. I Irland gjorde myndighetene det utrolig tåpelige å garantere for alle som hadde lånt penger til irske banken. "Look to Iceland". Der skjønnte man at det gjelder å fordele tapene i bankene på flest mulige, inklusive utenlandske innskyttere i islandske banker.

Tysk gjenforening og behov for en forverring av konkurransevnen

Før euroen kom, hadde EU-landene et valutapolitisk samarbeid, der et system med faste valutakurser stod sentralt. Endring av valutakurser krevde enstemmighet. Dette systemet fungerte dårlig tidlig på 1990-tallet. Etter tysk gjenforening var det behov for en oppskrivning av den tyske marken. Men Frankrike sa nei. En tysk revaluering innebærer en fransk devaluering. Den franske

ære kom i spill. Og politikken med "den sterke francen", stod i fare for å måtte oppgis.

Det kostet – og koster fortsatt – å få de skakkjorte tyske "länder" i øst på beina. Med behov for økt bruk av varer og tjenester, inklusive store realinvesteringer i øst, hadde Tyskland behov for en svekket konkurransevne. Når en slik svekkelse ikke finner sted ved en revaluering, er det bare "one game in town" tilbake, nemlig tysk inflasjon. Hvilket er eksakt hva vi fikk tidlig på 1990-tallet. Med den forutsigbare konsekvens at Bundesbank hevet renten for å forsvare pengeverdien.

Med tyske mark som nøkkelvaluta i Europa førte høye tyske renter til høye renter over hele fjela. Den norske bankkrisen tidlig på 1990-tallet hadde neppe blitt så dramatisk om Frankrike hadde tillatt en tysk revaluering, for da ville rentenivået i Norge i disse årene vært betydelig lavere.

Innføring av felles mynt og man slutter å følge med

I årene med fast valutakurs EU-landene imellom fulgte myndighetene nøye med på utviklingen av en rekke indikatorer for eksterne ubalanser og for forskyvninger i konkurransevnen mellom de ulike landene. Hensikten var å ha et best mulig beslutningsgrunnlag for hvor store endringer i de faste kursene det var behov for, når disse ubalansene var blitt for store, og endringer i de faste kursene – som altså ikke var så faste likevel, og som krevde enstemmighet – skulle vedtas.

En tilbakevending til et system med faste valutakurser og begrenset kapitalmobilitet er en vei å gå – "Look to China".

”Med overgang til ØMU blev overvågning af ulikevægt på nationale betalingsbalanser anset for overflødig, når de ikke længer kunne føre til valutakriser, men ville blive automatisk finansierede” skriver professor Niels Thygesen. En underlig setning. Man tar vekk virkemidlet til å håndtere ulikevekt i utenriksøkonomien – nemlig en endring i valutakursen – og samtidig slutter man å følge nøye med hvorvidt slike ulikevekter er i utvikling. Når man ikke lenger kan devaluere for å bedre konkurranseevnen (eller revaluere for å svekke den), blir det desto viktigere å unngå at ulikevekt i utenriksøkonomien oppstår, med tilhørende behov for endringer i valutakurser.

”Elementært, min kjære Watson”, ville Sherlock Holmes sagt. Og likevel, dette enkle poenget fikk verken reguleringsmyndighetene eller markedsaktørene med seg.

At ubalanser ”... ville blive automatisk finansierede” er til liten trøst. Finansiering rekker bare så langt. Når penga er brukt opp, og nye lån ikke tilgjengelig, må der omstillinger til. Brutale lønnskutt og finanspolitiske innstramninger. Etterspørselen faller i alle kanaler. Den perfekte oppskrift på nedgangstider og økende arbeidsløshet. Eksakt hva mange euroland har opplevd de siste fire-fem årene.

Finansministrene i G20-landene vil ha handling

Helgen midt i februar møttes finansministerne i G20-landene i Moskva for å vurdere noen globale økonomiske utfordringer. På radioen her jeg sitter på fjellet og skuer utover hvite vidder hører jeg at finansministerne vil ”straffe” land som på kunstig vis vil svekke egen valuta for på den måten å bedre konkurranseevnen og gjøre livet surt for andre land. Japan er vel kanskje landet man i første rekke har i tankene. Men hvem skal bestemme hva som er riktig

valutakurs? Og hvordan bestemme det? Hva slags tiltak vil det i så fall være snakk om mot land som jukser?

”Look to China”

Under forhandlingene Bretton Woods i USA i 1944 der grunnlaget for en nyordning av det internasjonale økonomiske system ble lagt, var John Maynard Keynes en ledende aktør. Han fikk gjennomslag for et system basert på faste valutakurser og begrenset kapitalmobilitet, dog således at ved ”fundamental ulikevekt” skulle det være mulig å endre valutakursen, gitt samtykke fra Det internasjonale pengefondet.

Dette systemet fungerte bra frem til slutten av 1960-årene. Med dollar som nøkkelvaluta og med amerikanske inflasjon klart høyere enn tysk inflasjon, gikk systemet i oppløsning. Fast valutakurs krever lav inflasjon hos landet med nøkkelvalutaen. Da amerikanerne ikke lenger kunne levere det, var Bretton Woods systemets dager talte.

En tilbakevending til et system med faste valutakurser og begrenset kapitalmobilitet er en vei å gå – ”Look to China”. Kina tillater ikke fri flyt av finanskapital ut og inn av landet. Det gjør det mulig å holde valutakursen stabil og å ha en mer uavhengig rentepolitikk.

Problemet med frie kapitalbevegelser er at valutakurser da tidvis kommer helt ut av kontroll. Valutakursen blir som en annen aksjekurs. Oppgaven å se til en passende konkurranseevne kan man ikke ivareta når valutakursen oppfører seg som en aksjekurs. Japan vet alt om dette. Som lot sin yen bli altfor sterk altfor tidlig. Når japanerne nå søker å rette på dette, får de pepper av de resterende G20-landene.

Hva Keynes ikke fikk gjennomslag for

Den globale økonomien synes å være preget av for liten samlet etterspørsel. Land med overskudd i utenriksøkonomien burde bruke mer penger, og på den måten bidra til å holde etterspørselen opp og arbeidsløsheten nede. Med jevne mellomrom blir overskuddsland som Kina, Tyskland, Japan, Sveits og Norge anklaget for å føre en for tilbakeholdende økonomisk politikk. Verbalt press fra andre om å gjøre noe med dette er en ting. Noe ganske annet er å betale for slik unnfalighet.

Keynes ivret for et system der ansvaret for å dempe ubalanser i handelen mellom land var mer symmetrisk. Land med underskudd betaler renter på sine lån. Det er vel og bra. Men tilsvarende burde overskuddsland bli pålagt en avgift for akkumulerte valuta-

reserver. Mente Keynes. En slik politikk ville gi incentiver til reduserte overskudd og således bidra til bedre global balanse.

25. februar 2013

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

København i januar



Vinterbrev 2013

For samfunnet er kostnadene ved økt egenkapital i bankene nær null. At aksjonærene og ledelsen gjerne vil ha lav egenkapital – da blir den gratis forsikringen som ligger i Too Big To Fail, mer verdt – skal ikke myndighetene legge vekt på.

Arne Jon Isachsen

**Centre for Monetary
Economics (CME)**

Sitter på flybussen, fra Røa på vei til Gardermoen, denne siste mandagen i januar. Lett disig vær her nede i Oslogryta. Sol i høyden. Fire-fem minusgrader. Gnistrende skiføre. Angrer et øyeblikk på at jeg meldte meg på denne to-dagers konferansen i København: "Central Banking at a crossroad: Europe and beyond". Konferansen er gratis. Men kostnaden for meg er meget høy. Fine skiturer i marka – inn til Kikut og opp på Tjæregrashøgda – som må forsakes.

Kandelabre og eventyrbrus, men ikke wienerbrød

Konferansen finner sted på Axelborg, et gammelt, ærverdig hus midt i København. Det graves i gaten utenfor. Der har man gått så grundig til verks at strømlodningen til Borgen er kuttet over. Store kandelabre med svære levende lys må gjøre nytten. De par hundre deltakerne i den store salen føler seg hensatt til gamle dager. En fascinerende og nærmest middelaldersk stemning – uten tillegg i prisen.

Før åpningen av konferansen serveres her kaffe og frukt. Og jeg som hadde sett frem til gode, danske wienerbrød – "Danish pastry" heter det jo på engelsk – må bite i det sure eplet. Bedre blir det ikke under lunsjen der jeg hadde klare forventninger om godt dansk øl til maten. Men nei, også her har hensyn til helsen tatt over. Vann og eventyrbrus.

Millimeterrettferdighet i bankene – hva er vitsen med det?

Første taler ut er professor Charles Goodhart ved London School of Economics. Hans anliggende er "Resolution Mechanisms" i banker, dvs. hvordan håndtere en bank som ligger an til å gå konkurs? Et forslag som diskuteres flittig for tiden, er såkalte "Living Wills", dvs. at banker må ha liggende klart i

skuffen en plan for hvordan legge ned virksomheten om verden går den imot. I prinsippet er dette en god idé, mener professoren.

Kjernes spørsmålet ved "resolution" av banker er dette: Hvem som skal ta hvilke tap og hvordan? Etter regelverket i EU er alle innskudd inntil 100.000 euro forsikret av myndighetene. Goodhart synes det bør være "Depositors Preferences", dvs. at innskytere som må kunne karakteriseres som "perfectly innocent people", bør få alle pengene tilbake selv om de har innskudd langt over 100.000 euro.

Sett at du nettopp er skilt, har solgt huset og har pengene i banken, hvorfor skal du da blø ytterligere om banken går konkurs? Spør Goodhart. Som mener at vi her har å gjøre med "perfectly innocent people". Jeg stusser litt over denne argumentasjonen. Om man lager et finmasket sett av regler for innskytere, blir konkurser mye vanskeligere å håndtere. En invitasjon til tidkrevende krangling. Som kan gå på robustheten av bankvesenet løs. Skal man ofre det robuste for en millimeterrettferdighet som bare vil gjelde på papiret? Nei, jeg tror ikke det. La heller folk, i det innskuddet overstiger 100.000 euro, få beskjed om at de nå går inn i en ny risikoklasse. Og eventuelt rådgi dem til å kjøpe korte statspapirer eller lignende for overskytende beløp¹.

Danskene tar av seg silkehanskene

Elektrisiteten kommer tilbake like før Jens Lundager, Assistant Governor i Danmarks Nationalbank, bestiger podiet. Vi går inn i vår egen tid.

¹ Jeg får en underlig følelse av at Goodhart kanskje ikke helt er enig med seg selv. Hvor tar han det med "perfectly innocent people" fra? Er det en måte å gjøre seg akademisk interessant på?

BOKS : NORION BANK KONKURS

I 1989 gikk den norske Norion bank konkurs. Alle innskyterne fikk alle pengene sine tilbake. NRK hadde et par hundre millioner kroner i denne banken. Det – ble det den gang sagt – var med på myndighetenes beslutning om å la alle få alt tilbake. Men NRK hadde tatt en sjanse. Den statlige rikskringkastingen fikk halvannen prosent mer i rente ved å ha pengene sine i denne banken. NRK var med på leken, og burde også vært med å smake steken. For skattebetalerne ville det vært bedre å la kreditorene til Norion bank være med å ta tap og ta lærdom av det, enn å redde banken og dermed rikskringkastingen fra konsekvensene av egen spekulasjon.

Mens Goodhart evnet å holde forsamlingen fanget bare med ordets makt, uten noen mikrofon, kan Lundager snakke lavere og likevel høres bedre, samtidig som han kan vise frem sine 13 lysark. De er forbilledlig enkle. Lysark fulle av tall, figurer og tekst knapt noen kan lese, vil denne konferansen, som slike konferanser flest, ha rikelig tilbud på.

I august 2008 tok Danmarks Nationalbank over Roskilde Bank. Noe regelverk for håndtering av banker på randen av konkurs eksisterte ikke. Slik kan vi ikke ha det, tenkte danskene. Et "resolution regime" må på plass. Formålet med et slikt regime er fordeling av tap som en bankfallitt innebærer. Myndighetenes ansvar må begrenses. Aksjonærer og kreditorer må ta støytten. I oktober 2010 hadde man et regelverk på plass. I august året etter var dagens system på plass, etter noen endringer av den opprinnelige ordningen.

Et sentralt element i den danske ordningen er etableringen av det statlige Financial Stability Company hvis oppgave er å etablere en ny bank når en gammel bank går dukken. Den nye banken kjøper aktivaene til Den gamle banken, og det til sterkt reduserte priser. Aksjekapital og annen "subordinated capital" tar Den nye banken ikke over. Pengene her er tapt. Innskytere er dekket med opp til 100.000 euro. Innskudd utover dette mottar en dividende på linje med andre usikrede krav på Den gamle banken.

Betalingen for aktiva som Den nye banken tar over, skjer i form av passiva som den også tar over fra Den gamle banken. Men ettersom passiva i Den gamle banken overstiger aktiva – det er jo kjennetegnet på konkurs – må kravene som långivere har til Den gamle banken, skrives ned. "Haircuts", som det kalles, rammer ikke dem som har fordringer med god sikkerhet i boliglån eller lignende.

De med usikrede krav får i første omgang en stipulert dividende, dvs. en prosentvis andel av pengene sine, tilbake. Med tiden tatt til hjelp vil aktivaene som Den nye banken tar over, bli solgt eller fordringer den har, drevet inn. Det kan gi rom for ytterligere utbetaling (dividende) til innskytere og andre som hadde lånt penger til Den gamle banken.

Ved bankkonkurser gjelder det stilige engelske uttrykket at "time is of the essence". Det har danskene skjont. Fredag klokken 16.00 kan en skjør dansk bank få besøk av folk fra Finanstilsynet. Banken får seks timer på seg til å legge frem en troverdig plan for rekapitalisering. Alternativt kan banken klokken 22.00 fredag kveld takke ja til tilbudet om å bli satt under administrasjon, dvs. "to be wounded up under the Resolution scheme." Om banken velger denne siste løsningen, har den 24 timer på seg til å legge frem all informasjon om innskudd og innlån. De neste 21 timene, fra klokken 22.00 lørdag kveld til klokken 19.00 søndag kveld, jobbes der

intenst videre med å tallfeste verdiene av bankens aktiva. Som altså prises forsiktig, slik at Den nye banken som skal ta over disse aktivaene, ikke har noen lik i lasten.

Fra klokken 19.00 søndag kveld og frem til bankenes åpningstid klokken 10.00 mandag morgen, finner overføring av aktiva og passiva fra Den gamle banken til Den nye banken sted. Glad og fornøyd åpner Den nye banken sine kontorer mandag morgen. Kunder med lån i banken eller innskudd under 100.000 euro merker lite. Tap er tatt, og verden går videre. "Business as usual".

Danskene tar ikke mål av seg til å unngå kriser, men til å håndtere dem. Det borger for en robust struktur. Vekk med millimetermål, av med silkehanskene. Jeg lar meg imponere. Et elegant og enkelt opplegg som fungerer.

I februar 2011 ble Amagerbank A/S, med en markedsandel på én prosent, satt under administrasjon basert på dette opplegget. Med en haircut i første omgang på 41 prosent. I neste omgang, langt mer beskjedne 15 prosent. Fjordbank Mors A/S, med en balanse halvparten av Amagerbanks, møtte veggen i juni samme år. Her var haircut i starten 26 prosent, senere redusert til 14 prosent.

Jens Lundager, Assistant Governor i Danmarks Nationalbank, kan – ikke uten en viss stolthet – oppsummere de danske erfaringene slik:

- Små og mellomstore banker på konkursens rand kan håndteres over en weekend – mandag morgen åpnes Den nye banken med full service.
- Med "credible resolution mechanism" for en bank, legges forholdene til rette for gode og raske løsninger også for de private aktørene.
- Danskene er bevisste begrensningen som ligger i innskytergarantien, dvs. at bare opp til 100.000 euro per konto er forsikret.

Men her er malurt i begeret. Ettersom danskene har gått opp løypa – vist at man mener alvor om at private kreditorer må ta tap når banker går på dunken – har ratingbyråer gitt danske banker generelt en svekket kredittverdighet. Med et par lavere "notches" for Danske Bank (danskernes svar på DNB) enn for tilsvarende andre nordiske storbanker, betaler Danske fort vekk ett prosentpoeng eller mer for funding enn hva DNB, Nordea og Handelsbanken gjør².

Når rentenivået er lavt, er det mye. Kanskje en tredjepart i høyere innlånskostnader for Danske Bank. Men, som Jens Lundager sier, det er prisen man må betale for å være "first mover". Så får vi håpe at de andre nordiske land kommer etter.

Sannheter som ikke er det

Under lunsjen med eventyrbrus blir jeg sittende ved siden av EUs fremste mann i Danmark. Jeg ymter frempå at ØMU og felles valuta kanskje ikke var så lurt likevel. Og at Danmark har stått seg godt på å være utenfor.

Dessuten blir "Banking resolution" som Jens Lundager nettopp har gjennomgått, lettere å gjennomføre med egen valuta og egen sentralbank. Men nei, min venn konstaterer at Det indre marked ikke ville fungert uten felles mynt. For da ville det ikke blitt så stor konkurranse. Valutakurser som stadig svinger, tilslører prisbildet. Og viktigere, når Italia og Spania må devaluere, er det helt ødeleggende for konkurranskraften til de andre landene i Det indre marked. Slik kan vi ikke ha det.

² Av Moody's har Danske Bank en Baseline credit assesment på Baa2, mens Handelsbanken har A3. Ikke småpenger i sparte fundingkostnader for Handelsbanken, med andre ord.

Jeg prøver igjen: Hvor lurt var det egentlig å lage konstruksjoner som gjorde at gresk statsgjeld ble betjent i 2009, snarere enn å la de bankene som satt tungt i slike papirer gå konkurs? Ville det ikke vært mye bedre og tatt tapene der og da? På nytt finner EUs fremste mann i Danmark det på sin plass med en belæring. Nei, tyske banker tungt lastet med greske statspapirer ville knapt overlevd. Og dermed ville de tyske statsfinansene fått påkjenninger de ikke kunne bære.

Klart at man hadde stor glede av Det indre marked før man fikk felles mynt. Klart at Angela Merkel kunne sikret driften av tysk bankvesen selv om gresk statsgjeld ikke ble betjent. Og likevel lar jeg meg fascinere. Ikke av det EUs fremste mann i Danmark sier, som etter min mening er noe tøv, men av måten han sier det på. Med en selvfølgelighet som det ikke er så mange forunt å ha.

Det skumle er hvordan forestillinger etableres som udiskutable sannheter når de så langt fra er det. Er i grunnen veldig få udiskutable sannheter her i verden.

Hva er feil med "banking"?

Professor Anat Admati ved Stanford University har de siste par årene stått høyt på barrikadene for et sunnere bank- og finansvesen. Feilen med vesenet slik det er i dag er altfor lite egenkapital, sier hun. Andre bransjer uten reguleringer har gjerne dobbelt så høy egenkapitalandel. For samfunnet er kostnadene ved økt egenkapital i bankene nær null. At aksjonærene og ledelsen gjerne vil ha lav egenkapital – da blir den gratis forsikringen som ligger i Too Big To Fail, mer verdt – skal ikke de regulerende myndighetene legge vekt på, fremholder professoren.

Forslagene i de nye regler for egenkapital for bankene, det såkalte Basel 3 opplegget, er basert på risikovekting av ulike typer utlån.

Dette er for komplekst, mener professor Admati, og således kontraproduktivt. Hennes oppskrift er enkel. Sett egenkapitalkrav til bankene på 25 prosent på uvektet basis. Ta vekk fradrag av renteutgifter når bankene skal betale skatt. Forby utbetaling av dividende inntil kravet om egenkapital er innfridd.

Egenkapital er klart best skikket til å absorbere tap. Om vi vil ha et robust bankvesen – et som tåler store og uventede tap – må vi følgelig ha egenkapitalen kraftig opp.

Hjem igjen

Vel hjemme igjen – angrer ikke på at jeg dro – benytter jeg sjansen til å dele mine inntrykk med en norsk banksjef som jeg noen dager senere tilfeldigvis møter. Min begeistring for professor Adamatis teori og danskenes tilfredshet med egen praksis, til tross for prisen de betaler i form av høyere fundingkostnader, får ikke rare tilsvaret. I stedet fremholder den norske banksjefen all urettferdigheten i systemet. Når noen banker underbyr andre på utlån eller overbyr dem på innskudd for i neste omgang å gå konkurs, skaper det vanskeligheter for de etablerte og skikkelige bankene. Hele sektoren kan gå med i dragsuget i form av dårligere rating med påfølgende høyere lånekostnader.

Men betyr det i så fall at myndighetene bør gripe inn? Er ikke dette kapitalismens vesen? Man konkurrerer så øra flagrer. Noen går over streken. Det har konsekvenser både for dem som gjør det, men kan også ha det for andre. Klart det er ubehagelig og dumt. Men hvorfor er bankene så hissige på at myndighetene da må gripe inn?

Svaret er enkelt. Med for liten egenkapital vil endringer i det ytre miljø som svekker en banks inntjening, temmelig fort svekke dens evne til å overleve. Klart at man da roper

varsko. Hva er løsningen? Professor Admati har svaret: "Equity is the best loss absorber". Med mer egenkapital blir bankene bedre i stand til å motstå fluktasjoner, og således mer avslappet når slike inntreffer. Bankenes fokus på millimeterrettferdighet er en funksjon av lave egenkapitalkrav. La dem bli mer robuste. Så vil de også fokusere mer på jobben enn på millimeterne.

Ny regler på trappene i Norge

Om ikke lenge legger Finansdepartementet her på berget frem nye regler for bank og finans. Trolig har man satt seg grundigere inn i de danske reglene enn hva jeg har gjort. Uaktet hva reglene går ut på har jeg en klar prognose: De vil bli møtt med skepsis i bank og finans, ja, med hyl og skrik. Det er urettferdig at vi i Norge skal ha strengere regler enn i andre land. Og videre, norske banker vil tape markedsandeler, fortjenesten går ned og utbytte til aksjonærene blir mindre. La oss se på alt dette, en ting av gangen.

Urettferdig. "Look to Denmark", sier jeg. DNB betaler fort vekk ett prosentpoeng mindre i funding enn Danske Bank. Om norske banker ved nye reguleringer skulle bli pålagt krav som vil koste noe, eller om reguleringene i Norge blir slik at norske banker mister noe høyde hos ratingbyråene, vil det bare bety at fordelene de har relativt til danske banker blir noe mindre.

Strengere regler. Sveits har allerede innført strengere regler for egenkapital til sine banker. Som danskene, tatt lærdom av krisen. Når en banknasjon som Sveits vil ha strengere regler enn det minimum som fastsettes ved internasjonale avtaler, er det neppe noen grunn til at ikke vi også vil være tjent med

det. Isolert sett vil strengere krav til egenkapital gjøre at ratingbyråene vil se med blidere øyne på norske banker.

Tape markedsandeler. Og hva så? Er det nødvendigvis en ulykke om virksomheter i et land i økende grad skjer ved foretakenes egen utstedelse av egne obligasjoner eller på annet vis som gjør at man går bankene forbi? Det sentrale er et åpent og gjennomiktig finansvesen som ikke er for komplisert, og der myndighetene har god oversikt, både over de ulike typer foretak – hvordan de driver og er organisert – og over instrumentene som brukes.

Fortjenesten går ned. Innen bank og finans er det en utbredt misforståelse at aksjonærene "må" ha 12-15 prosent i avkastning på investert kapital. Hvor tar man dette fra? Med usedvanlig lave renter hvorfor skal de som eier bankaksjer, ha rett på så høy avkastning? Å kjøpe aksjer er en risikosport. Bankaksjer er i så måte intet unntak. Og skal heller ikke være det.

Mindre utbytte til aksjonærene. Aksjonærene forventer utbytte på sine bankaksjer, og vi kan ikke skuffe dem her. Vil banksjefene si. "Klart du kan", som det heter i reklamen hos Maxbo. Fortell aksjonærene at overskudd holdes tilbake i banken for å møte nye og meningsfulle krav til økt egenkapital, og at den kontantstrømmen aksjonærene hadde regnet med, kan skaffes ved å selge for eksempel fem aksjer for hver hundre aksjer de eier. De gjenværende 95 har da like stor verdi som de hundre ville hatt om banken var blitt tappet for de pengene utbetaling av utbytte innebærer.

7. mars 2013

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

Noe må skje



Månedsbrev 03/2013

Kinesiske politikere er flinke til å liste opp hva som bør skje. Evnen og viljen til å gjennomføre de nødvendige tiltakene kan det imidlertid skorte på.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Ti år med Hu Jintao som generalsekretær i Det kinesiske kommunistpartiet og med Wen Jiabao som statsminister er over. De to har holdt stø kurs. For stø. Ti år uten gjennomgripende reformer. Kineserne venter i spenning på hva den nye lederduoen Xi Jinping og Li Keqiang har i ermet. Forventningene er store. Noe må skje.

På tide med nye reformer

I august vil den nye partisjefen Xi Jinping holde en tale til Central Party School. Det er da ventet signaler om nye politiske tiltak. Når de vel tre hundre delegatene i Sentralkomiteen til Det kinesiske kommunistpartiet møtes i oktober, forventer man å se en ny politikk utmeislet. Der kampen mot forurensning og korrupsjon bør stå sentralt. Men hvor realistisk er det? Når dagens ledere på ulike nivåer nyter godt av korrupsjon, hvor lett er det da å få bukt med problemet? Når de som forventes å skulle gjøre noe selv vil tape på det, i hvert fall på kort sikt, hvor ivrige og samarbeidsvillige vil de være til å endre atferd?

Noe tilsvarende gjelder i kampen for et renere miljø. Strengere miljøkrav koster penger. Dermed vil overskuddene i de statseide foretakene gå ned. Bonus og andre fordeler ledelsen har, vil krympe. Og partikamerater som også har en hånd nede i honningkrukken, vil ikke kunne grafse til seg så mye som før.

”Himmelen er høy og keiseren er langt unna”, heter et gammelt ord i Kina. Det gjelder fortsatt. Beslutninger i Beijing er ikke det samme som handling i provinsene.

Situasjonen i Kina er ugrei...

Kinesiske politikere er flinke til å liste opp hva som bør skje. Men ikke like flinke til å designe

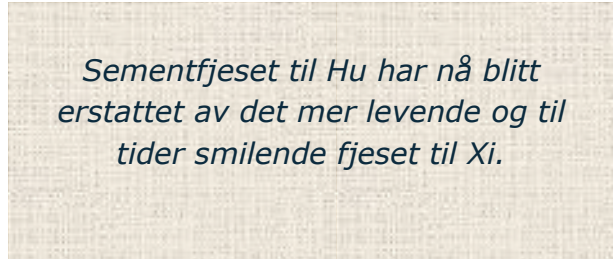
tiltak og å ta i bruk de virkemidlene som trengs for at det de gjerne ser skal skje, skjer.

Som eksempel kan nevnes det fokus man i den senere tid har hatt på innovasjon og fornyelse i næringslivet. Men ikke med et ord er behovet for økt konkurranse som virkemiddel for et innovasjonsdrevet næringsliv trukket frem. Hvorfor ikke? Fordi Kinas mange statseide foretak har en monopolsituasjon de ikke vil gi fra seg. En privatisering av dem ville gi sterkere konkurranse, legge forholdene bedre til rette for innovasjon og øke produktiviteten i økonomien. Men de som sitter på toppen og styrer statseide foretak, vil ikke vite noe av det. At de har makt kan man lese ut av det enkle faktum at eieren av de statseide foretakene – Finansdepartementet – ikke makter å få dem til å betale utbytte som står i forhold til overskuddene.

Makten i Kina er sterkt fragmentert. Lokale politikere og ledelsen av statseide foretak, er allerede nevnt. Begge, hver på sine områder, har under Hu og Wen, maktet å blokkere en utvikling helheten trolig ville være tjent med.

... men nye ledere kan kanskje få fart på sakene

Sammenlignet med avgående Hu Jintao har Xi Jinping to fordeler. For det første, den naturlige autoriteten som ligger i å være sønn av en tidligere fremstående revolusjonær. Det gir en selvsikkerhet og ro som Hu måtte tilkjempe seg. Og også en legitimitet i folket og i Folkets Frigjøringshær som er av stor



*Sementfjeset til Hu har nå blitt
erstattet av det mer levende og til
tider smilende fjeset til Xi.*

verdi i den maktkampen som kontinuerlig pågår i Midtens rike. Videre fikk Xi umiddelbart overta som sjef for Militær-kommisjonen, noe Hu måtte vente et par år med, ettersom forrige mann, Jiang Zemin, holdt fast på denne posisjonen.

Den andre fordel er erfaringsbakgrunn. Mens Hu tilbrakte mye tid som guvernør i Tibet og blant annet måtte håndtere perioder med oppstand og stor uro, gikk Xi sine senere læreår som guvernør i den dynamiske Zhejiang-provinsen ved kysten rett sør for Shanghai. Deretter var han partisekretær i selve Shanghai. Ettersom det er økonomien som må reformeres, med mindre makt til byråkrater og Parti, og mer makt til marked gjennom sterkere konkurranse, gir denne erfaringen Xi Jinping innsikt i hva som skal til for en vellykket utvikling.

Xi Jinping har en langt større naturlig trygghet enn hva Hu Jintao hadde. Det har man allerede sett. Sementfjeset til Hu har nå blitt erstattet av det mer levende og til tider smilende fjeset til Xi. I tillegg har Xi Jinping en kjent sangerinne til kone – lenge før folk visste hvem Xi var, kjente de til Peng Liyuan, som fru Xi heter. Når Kinas nye president reiser til Sør-Afrika senere denne måneden, blir fru med. Trolig vil hun opptre. Hensikten er å vise BRICS-kameratene (Brazil, Russia, India, China, South-Africa) at Kina har mer å by på enn bare penger.

Men Xi er også hard i klypa. Det sies at det ugreste problemet om eiendomsretten til noen skjær i Sør-Kinahavet som japanere og kinesere nå kives om, ble søkt løst fra Japans side ved å love at landets ledere skulle slutte å besøke krigsminnesmerker i Japan. Disse besøkene virker som en rød klut på kineserne. Tilbudet om å slutte med dem, mot at kineserne sluttet å fly over de omdiskuterte øyene, heter det seg, ble blankt avvist av Xi.


En tredje fordel har Xi også forresten, sammenlignet med Hu. Av de syv medlemmene i Politbyråets faste komité, er fem nær til Xi. For Hu var styrkeforholdet i den faste komitéen langt mindre fordelaktig.

Planer er mindre helhetlig enn mange tror

I vestlige øyne fremstår ofte de kinesiske myndighetene med en helhetlig plan selv når dette langt fra er tilfellet. Et eksempel på manglende styring fra sentralt hold, er hvordan beslutninger om Kinas direkte-investeringer i utlandet fattes. Mange i Vesten tror det er en "grand plan" som ligger bak, og at alt skjer på koordinert basis. Slik er det ikke. Hvert enkelt statseid selskap står selv for planlegging og gjennomføring. Og noen ganger går de så uprofesjonelt frem at de mister kontrakter som de egentlig lett burde ha dratt i land.

Ingen vei utenom fortsatt privatisering

De som observerer Kina utenfra, er ofte mer optimistiske enn de som ser Midtens rike fra innsiden. Den økonomiske veksten er drevet av store investeringer i infrastruktur, bygg og produksjonsanlegg. Denne veksten kan fortsette noen år til. Men en vekst basert på innovasjon og fornyelse må etter hvert ta over. Det er vanskelig å se hvordan man kan få det til i en økonomi som i så stor grad er dominert av store statlige selskaper med svake eierstyringsmekanismer.



Beslutninger i Beijing er ikke det samme som handling i provinsene.

Skal Kina få til en vedvarende produktivitetsvekst, må økonomien privatiseres. Det må gis langt mer rom for reell konkurranse. Men det gir jo samtidig Partiet mindre kontroll.

En økonomi der den private sektoren skal vokse på bekostningen av den statlige krever mer forutsigbare rammebetingelser. Sentralt her er bedre rettssikkerhet og et vel-fungerende system med "checks and balances". Lar det seg gjøre å utvikle et system med "checks and balances" under bibehold av ettparti-staten?

Noe må skje

I fjor ble Bo Xilai, guvernør i Chongqing-provinsen, satt i fengsel siktet for korrupsjon. Hans direkte appell til folket hadde blitt en trussel for Partiet. Imidlertid har Bo mange støttespillere. På tross av at han selv er satt ut av spill, så er de ideene han stod for langt fra ute av den kinesiske debatten – en blanding av Maos begeistring og kamp mot korrupsjon internt, og et mer markant Kina, som ikke lar

seg plukke på nesen, eksternt. Folk på lag med Bo kan komme sterkt tilbake.

Kineserne venter i spenning på hva den nye lederen har på tapetet. Kineserne er utålmodige. De fleste håper nok at Xi makter å konsolidere sin egen makt temmelig kjapt slik at de utspillene han kommer med i oktober, både er gjennomtenkte og gode og, ikke minst, gjennomførbare. Noe må skje.

21. mars 2013

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

Hvor ble det av perspektivene?



Månedsbrev 04/2013

Perspektivmeldingen som nylig er lagt frem, kunne nesten like godt vært skrevet av en borgerlig regjering. Hvilket tyder på at vi er enige om det meste her i landet.

Arne Jon Isachsen

**Centre for Monetary
Economics (CME)**

Ivar Strompdal

**Arctic Fund
Management AS**

Hvert fjerde år på vårparten legger regjeringen frem sin vurdering av utsiktene framover, basert på analyser bakover; den såkalte Perspektivmeldingen. Hensikten er å gi en samlet oversikt over de utfordringer land og folk står overfor, og å anvisе måter å møte disse utfordringene på. Perspektivmeldingen denne gangen kunne nesten like godt vært lagt frem av en borgerlig regjering. Hvilket tyder på at vi her i landet er enige om det meste.

Gaper over mye – og lite

Et imponerende dokument som gaper over mye. Allerede på første side i Stortingsmelding nr. 12 – Perspektivmeldingen 2013 – slår man fast at "Norge er et godt land å leve i". Alt fra utfordringer i internasjonal økonomi, livskvalitet, klimautfordringer og naturmangfold til generasjonsregnskap, brukerbetaling og bærekraft i offentlig forvaltning blir tatt opp på de vel 150 sidene som denne meldingen består av.

Likevel blir vi slått av to ting. For det første står det lite om hva Norge som nasjon kan bidra med for å få Europa på beina igjen. I stedet er man svært opptatt av hvordan vi skal forsvare det vi har. Statsminister Stoltenberg ynder å si at det beste bidraget vi i Norge kan gi i dagens verden er å skikke vårt eget hus, slik at vi ikke kommer opp i den typen problemer som mange land i Europa sliter med. Er ikke dette i overkant defensivt? Hvis halve nabolaget står i fyr og flamme, blir det ikke litt tamt å si at det eneste vi vil gjøre er å sjekke egne brannvarslere, og å sørge for at ildsteder og det elektriske anlegget er i tråd med forskriftene?

For det andre er man ganske forsiktig ved vurdering av ulike scenarier framover. I referansescenariet legges det til grunn en

gjennomsnittlig årlig realavkastning på Statens Pensjonsfond Utland på fire prosent – eventuelt ett prosentpoeng høyere eller lavere – i årene frem til 2060. Disse fire prosentene er hentet fra studier som tilsier at slik har det i gjennomsnitt vært i perioden fra 1900 til 2011. Men er det dermed sagt at de neste hundre årene vil ha samme avkastning? Vi har bak oss en periode med uvanlig sterk økonomisk vekst. På bakgrunn av de utfordringene som meldingen tar opp med hensyn til demografi og miljø, kan forventningen om fire prosent realavkastning på investerte midler i verdens finansmarkeder synes noe optimistisk. Hva om den i gjennomsnitt blir på bare én prosent frem til 2060? Det sier byråkratene i finansdepartementet ingenting om.

I meldingen støtter man seg hele veien til OECDs prognoser for utviklingen frem til 2060. Hvor gode er de? På tilsvarende vis tar man for god fisk etablerte teorier. Hvor gode er de? Kikk deg rundt og du ser en global økonomi knapt noen hadde drømt om få år tilbake. En tre-hastighetsverden der Europa har bremsene på, USA er i sakte fart forover, og Kina og andre fremvoksende økonomier er nettopp det, fremvoksende. Usikkerheten er med andre ord betydelig.

Et par unøyaktigheter

På side 21 snakkes det om "Kinas rolle som verdensfabrikk". Ettersom USA og Kina har omtrent samme andel av verdens totale industriproduksjon, om lag 20 prosent hver, rett nok med Kina litt foran, gir uttrykket Kina som verdensfabrikk lett feilaktige assosiasjoner. Som om Kina er langt mer

For Singapore er eksporten vel dobbelt så stor som BNP. Dagens quiz; hvorfor det?

dominerende i produksjon av industrivarer enn hva tilfellet er.

På side 33 leser vi at norsk "eksport utgjør vel 40 prosent av BNP". Det er i beste fall en blanding av begreper. Eksport er hva vi fakturerer ut – et bruttobegrep. Bruttonasjonalprodukt er et mål på verdiskapingen i landet. For å komme frem til BNP-bidraget fra norsk eksport, må vi trekke fra importinnholdet i eksporten. For Norges del er det om lag 20 prosent. Ergo utgjør den faktiske eksporten bare 32 prosent av vårt BNP.

For Singapore er eksporten vel dobbelt så stor som BNP. Dagens quiz; hvorfor det?

Arbeid og produktivitet er viktig

Ved fremleggelsen av meldingen påpekte finansministeren at om Norge fortsatt skal være et godt land å leve i, må vi nordmenn jobbe mer. Når levealderen stadig blir lenger, må pensjonsalderen heves. Og videre, om vi vil opprettholde og videreutvikle velferdsstaten, må den jevne nordmann belage seg på å jobbe flere timer i året. Fortsatt vekst i arbeidskraftens produktivitet i offentlig sektor er særlig viktig, slik at tjenester som denne sektoren leverer, ikke krever unødig stor vekst i sysselsettingen her.

Det gjentas til kjedsommelighet at produktivetsgevinster i privat sektor ikke vil ha så stor betydning fordi de vil utløse krav om høyere lønninger i offentlig sektor. Med mindre produktivetsvekst i produksjonen av offentlige tjenester vil prisene på slike stige, og statens evne til å finansiere dem svekkes. Men dersom lønninger i privat sektor går opp, er det vel et spørsmål om noe av denne lønnsveksten bør gå til kjøp av tjenester som det offentlige i dag betaler. På dette området ville en borgerlig regjering godt mulig formulert seg noe annerledes. I Norge kan

det lett oppstå forventningskriser fordi oljeinntektene tilsynelatende har gjort oss så utrolig rike.

Hva gjør oljepengene med oss?

Som forventet i en slik melding diskuteres det flere steder hva vi skal gjøre med oljepengene. I og med at den årlige oljepengebruken neppe noen gang vil overstige 8-10 prosent av BNP, kan vi ikke hvile på laurbærene, selv om Statens Pensjonsfond – Utland snart er på 800.000 kr pr. nordmann.

I mindre grad diskuteres hva oljepengene gjør med oss. Forleden dag spurte vi en lektor i videregående skole hva det kan skyldes at så mange som én av tre elever dropper ut av videregående skole. Vår venn som har et par år igjen til pensjonsalderen, nølte ikke med svaret. Oljen.

Gjør kunnskapen om alle oljepengene oss mer kravstore og mindre arbeidsvillige? Vi vet ikke. Men ville ikke det vært et tema for en perspektivmelding? Hva vi vet er at norsk ungdom ikke lenger er blant de fysisk sprekeste. Det var vår ungdom før oljen satte sitt preg på land og folk. Samtidig drømmer mange ungdommer om en karriere som fotballstjerne eller popstjerne der de kan tjene enorme summer uten å gjøre annet enn det de selv liker.

Er det ikke en fare for at nordmenn generelt og myndighetspersoner spesielt tolker Norges velstand i dag primært som et resultat av vår egen dyktighet? Står vi i fare for å

Gjør kunnskapen om alle oljepengene oss mer kravstore og mindre arbeidsvillige? Vi vet ikke. Men ville ikke det vært et tema for en perspektivmelding?

undervurdere problemene som vil oppstå hvis og når prisen på petroleumsprodukter faller? Første- og annenhåndseffektene kan vi kanskje beregne, men er det ikke sannsynlig at det vil bli ytterligere effekter?

Økonomifaget er ikke et realfag med klare sammenhenger og sikre beregninger. Men kanskje kan fysikken likevel lære oss at en impuls som plutselig inntreer – for eksempel fallende pris på petroleumsprodukter – lett kan utløse en serie med impulser som samlet sett fører til et langt mer dramatisk resultat enn det man i utgangspunktet hadde tenkt seg. Finanskrisen er et eksempel på det.

Et annet poeng er at det Perspektivmeldingen sier om behovet for globale miljøtiltak med sikte på å få ned CO₂-utslippene, ikke så lett lar seg kombinere med prognosene om relativt høye olje- og gasspriser i årene som kommer.

Noblesse oblige

Hva kan Norge bidra med for å møte de betydelige økonomiske utfordringene som landene rundt oss i Europa nå står overfor? Perspektivmeldingen har lite å si her. Og det til tross for våre gigantiske overskudd på offentlige budsjetter, og et overskudd mot utlandet relativt til BNP som får tallene til Tyskland og Kina til å blekne. Vi plasserer enorme summer i verdens kapitalmarkeder der vi kanskje må forvente dårlig avkastning om ikke resten av Europa snart kommer seg på beina igjen. Og hvem skal Norge selge sine tradisjonelle eksportvarer til hvis Europa ikke lenger fungerer? Hvor sannsynlige blir de

økonomiske fremskrivningene i Perspektivmeldingen da?

En annen venn av oss pleier å si at økonomer er eksperter på å gjøre beregninger som blir "exakt fel" (han er svensk). Vil Perspektivmeldingen våren 2013 føye seg inn i dette mønsteret?

Eisenhower om saken

Mon tro om mer enn en håndfull personer har lest nøye gjennom denne stortingsmeldingen, fra A til Å? Imponerende, men litt kjedelig og forsiktig. Men når meldingen bærer det navnet det gjør, kunne man kanskje våget seg litt lenger ut på glattisen? Kunne den ikke vært litt mer perspektivrik?

"Plans are nothing. Planning is everything". Så sa president Dwight D. Eisenhower. Det gjelder vel for Stortingsmelding nr. 12, (2012-2013). Hva som her står er trolig mindre viktig enn den oversikten de har fått som har skrevet den.

25. april 2013

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

Storbritannia ut av EU?



Månedsbrev 05/2013

Et stort problem med EU er den manglende demokratiske forankringen. Men at britene planlegger en folkeavstemning om medlemskap om noen år, er temmelig dramatisk.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

I januar i år holdt Storbritannias regjeringssjef, David Cameron, en tale der han overraskende lovet å ta opp EU-avtalen til reforhandling om han vinner valget i 2015. Den reforhandlede avtalen vil så bli lagt frem til folkeavstemning i 2017. Sannsynligheten for at britene i så fall takker ja til tilbudet om å tre ut av Den europeiske union, skal ikke undervurderes.

Hvorfor dette utspillet?

I Storbritannia har et lite parti, UK Independence Party (Ukip), som vil ut av EU, gjort det bra ved lokale valg. Cameron er engstelig for en ytterligere strøm av konservative velgere i den retningen. Det er ikke rart. I det konservative partiet har det alltid vært mange med lunkne følelser til Europa. I dag er anslagsvis én av tre av konservative representantene i Underhuset klar for å melde Storbritannia ut.

Nylig gjorde to av statsministerens egne ministre, han for utdanning (Michael Gove) og han for forsvar (Philip Hammond) det klart at de ville stemt for utmeldelse i dag. En slik situasjon er lite hyggelig for Cameron. Noen sammenligner ham med John Major, som var statsminister etter Margaret Thatcher tidlig på 1990-tallet, og som opplevde gradvis å miste grepet på sine egne.

Ved å love en folkeavstemning basert på en reforhandlet – og formodentlig bedre – avtale enn den britene i dag har, forventet Cameron at EU-spørsmålet ville bli lagt på is inntil videre. Slik har det ikke gått.

Nigel Lawson vil ha fart i sakene

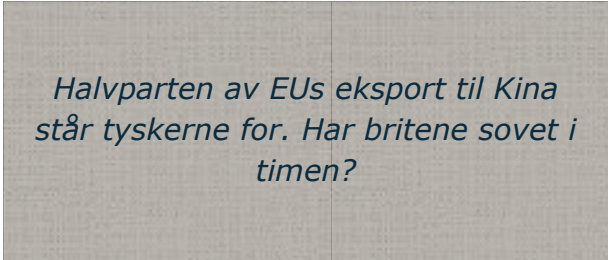
I en lang artikkel i The Times den 7. mai, vil tidligere finansminister Nigel Lawson ikke vente til 2017. Storbritannia vil neppe makte å forhandle seg frem til noen bedre avtale, tror han. Og videre, med euro som felles mynt for

17 EU-land, blir de ti andre, inklusive Storbritannia, stadig mer marginaliserte. Når britene således holdes utenfor mange viktige beslutninger, kan de like gjerne starte arbeidet med å tre ut av EU nå. Etter EU-traktatens paragraf 50 har det enkelte land anledning til det. Faktisk er det enklere for britene å melde seg ut enn å få de 26 andre landene med på slike endringer i traktaten som britene måtte ønske.

Det største problemet med EU er den manglende demokratiske forankringen, mener Nigel Lawson, som ble adlet for noen år siden og nå er Lord Lawson. Ved etablering av euro som felles mynt, uten å ha beredt grunnen for dette ved en fiskal union og en politisk union, har ivrige – og sikkert også velmenende – forkjempere for et mer integrert Europa gått et skritt for langt.

Hvordan ser det økonomiske regnestykket ved en uttreden ut for britene? De vil spare kontingenten på 8 milliarder pund, tilsvarende en halv prosent av BNP. En annen fordel av å forlate EU, mener Nigel Lawson, er at britiske foretak dermed tvinges til å orientere seg sterkere mot andre land og markeder, kanskje særlig i Asia, der den økonomiske veksten er langt kraftigere. På samme måte som inntreden i EU gjorde britisk næringsliv mer fokusert på hva som foregikk på den andre siden av kanalen, vil uttreden gi økt fokus på det som skjer enda mye lenger øst.

Dette argumentet virker noe tynt. Se på Tyskland. Til tross for en sentral plassering i EU, har tyskernes handel med Kina vist en



*Halvparten av EUs eksport til Kina
står tyskerne for. Har britene sovet i
timen?*

voldsom vekst. Halvparten av EUs eksport til Kina står tyskerne for. Har britene sovet i timen?

Hva gjelder City of London og britenes sentrale rolle ved alle mulige (og umulige) former for finansielle aktiviteter, vil den kunne lide om man melder seg ut av EU? Nei, mener Lawson. Like lite som London som finanssentrum forsvant da britene sa Nei til euro, vil London som finanssentrum forsvinne om britene sier Nei til EU.

Wolfgang, Nick og Boris vil også ha et ord med i laget

Men hvor viktig for britene er det at City forblir et finansielt sentrum? Wolfgang Münchau – en av Financial Times' fremragende spaltister – mener at britene ville være "better off" i det lange løp om avhengigheten av inntektene til City gikk ned. Med en bankunion på bedding i EU, knyttet til krisen som euroen har frembrakt, vil et finanssentrum vokse frem på kontinentet. Dette gjelder uansett britisk medlemskap i EU eller ikke.

Det liberale partiet er i regjering sammen med de konservative. Lederen Nick Clegg er visestatsminister. Ved en eventuell uttrede av EU frykter han at så mange som tre millioner jobber kan gå tapt. Borgermesteren i London, Boris Johnson, som tidvis trekkes frem som en mulig konkurrent til David Cameron som leder for de konservative, kaller dette for "nonsense". Et Storbritannia utenfor EU ville virke som en inspirasjon, "a shot in the arm", hevder Boris. Yes – nå er vi på egen hånd og bestemmer selv vår egen skjebne.

Hva slags ordning utenfor?

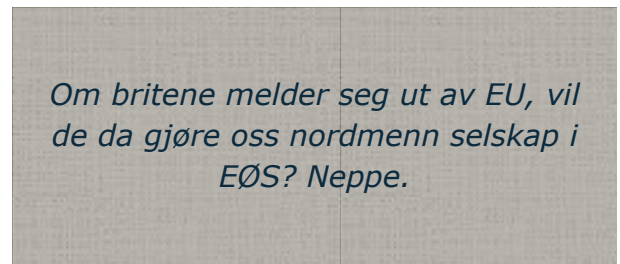
Om britene melder seg ut av EU, vil de da gjøre oss nordmenn selskap i EØS? Neppe.

Den marginaliseringen som britene nå opplever fordi de ikke har tatt euroen i bruk, er en viktig driver for britene til å bryte helt. Tanken om bare passivt å akseptere det andre beslutter – slik vi i lille Norge gjør som medlem av EØS – appellerer overhodet ikke til Storbritannia.

En modell à la Sveits, der man forhandler frem en separat og enestående avtale med EU, vil britene heller gå for. Men hvor god avtale kan de her få? Vil andre land føle seg fristet til å melde seg ut om avtalen Storbritannia oppnår, blir for god? I så fall kan britisk uttrede være forspillet til at EU rakner. På den annen side, EU vil også i fortsettelsen ha en god del med britene å gjøre. Hvor god avtale er man da tjent med at britene får? Vellykkede og harmoniske skilsmisser hører man sjelden om. Men de finnes sikkert.

Videre må britene trolig gå i forhandlinger med land som EU har handelsavtaler med, men som Storbritannia ikke lenger vil ha, om man melder seg ut.

Ved sitt nylige besøk i Det hvite hus tok David Cameron opp med president Barack Obama spørsmålet om britisk uttrede av EU. Den amerikanske presidenten var ikke overvettets begeistret. På bakgrunn av amerikanernes initiativ om å få i stand en utvidet avtale med EU – Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) – er det lite populært om britene nå pigger av. Videre, hevder Obama, det at britene er med i EU, gir dem makt og innflytelse.



Om britene melder seg ut av EU, vil de da gjøre oss nordmenn selskap i EØS? Neppe.

Darling har siste ordet

Alistair Darling som var finansminister i tre år frem til Cameron ble statsminister i 2010, mener kollega Lawson neppe er rette mann til å hevde at det er lite å tape på å melde seg ut av EU. Var det ikke under Lawson at Storbritannia i 1986 takket ja til Det indre marked, med de fire friheter – fri bevegelse av varer og tjenester, av kapital, og av arbeidskraft? Og, kunne han lagt til, var det ikke Nigel Lawson som presset Margaret Thatcher til å binde det britiske pundet til den tyske marken høsten 1990?

Som Skottland er tjent med å forbli en del av Storbritannia, er Storbritannia tjent med å forbli i EU, mener Alistair. Og konkluderer slik: "Vi er en pragmatisk nasjon, og skjønt vi aldri vil elske Europa, vet vi at det er i vår egen interesse å fortsette vårt forhold til Europa."

21. mai 2013

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

Bør Norge ta initiativet til en ny Marshallplan?



Månedsbrev 06/2013

Ivar Strompdal
Arctic Fund
Management

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Tiden synes moden for finansiell bistand fra Nord- til Sør-Europa, i tråd med Marshall-hjelpen fra USA til Europa (1948-1952). Utfordringen er å hindre kapitaltørke til små og mellomstore bedrifter i sør, som nå betaler en altfor høy rente på sine lån, om de overhodet får noen.

I 2010 var arbeidsløsheten i både USA og i EU rundt 10 prosent. I dag er den over 12 prosent i EU og godt under 8 prosent i Amerika. Hva har gått galt i Europa?

To ting er verdt å trekke frem. For det første for liten samlet etterspørsel. Det har sammenheng med innstrammingspolitikken som krisen i eurolandene i sør har ført til. For det andre at tilbudssiden i de samme landene er dårlig egnet til å produsere mange av de varer og tjenester som verden vil ha.

Sør-Europa har store problemer som landene i hovedsak må løse selv. I dette månedsbrevet argumenterer vi for at landene nord i Europa – også ut fra egeninteressen – kan bidra til å bedre kreditt-tilgangen for små- og mellomstore bedrifter i Sør-Europa.

Tilbudssiden svikter i sør

Selv om tilbudssiden før finanskrisen, som startet i 2008, var mer enn tilstrekkelig globalt, var evnen til å produsere meget skjevt fordelt. Land i Asia og Nord-Europa produserte mye av det som verden etterspurte. Landene i Sør-Europa, samt anglosaksiske land (USA, UK og Irland), nøt godt av tilgang på billige varer og tjenester, som i ikke liten grad ble kjøpt med lånte penger. Mye av tilbudssiden eller produksjonsevnen i disse landene var innrettet mot å tilfredsstillte egen, innenlandsk etterspørsel – særlig i bygg og anlegg – også dette i stor grad lånefinansiert.

Når krisen slo til, ville økte overføringer av finansielle ressurser til landene i Sør-Europa, forsterket de ubalansene som allerede fantes. Viljen og evnen til å få kostnadene ned i kriselandene ville blitt svekket. Minst like alvorlig, økt kjøpekraft ville ha redusert behovet for å vri produksjonsstrukturen i retning av varer og tjenester verden etterspør. I mange land i Sør-Europa er den nødvendige industrielle kompetansen fraværende.

Næringslivet i Hellas er feil posisjonert i forhold til hva verden vil kjøpe.

USA var i denne sammenheng betydelig bedre stilt enn landene i Europa. Næringslivet i Amerika har bredde og dybde innen nesten alle bransjer. De strukturelle problemene blir mindre. Når i tillegg evnen til å løse dem er større, går det som det har gått. USA er på sporet av den tapte tid; arbeidsløsheten nærmer seg et likevektsnivå rundt 6 prosent, de statlige finansene er i klar bedring, og underskuddene i utenriksøkonomien er på rask vei ned.

Men alt er ikke håpløst i Europa heller. I de fleste søreuropeiske kriselandene er selve kostnadsproblemet nå langt på vei løst. Videre har landene i Sør-Europa klart å skape balanse i sin utenrikshandel.

Landene nord i Europa har klart seg bedre

Nord-Europa definerer vi som Vest Europa nord for Alpene. Det består av 12 land: De fem nordiske landene, de tre BeNeLux-landene, de tre Alpe-landene (Østerrike-Liechtenstein-Sveits) og sist men ikke minst, Tyskland. Samlet befolkning i disse 12 landene er i overkant av 150 mill. (ca. 12 prosent av Kinas og noe under halvparten av USAs). Samlet BNP er på noe over 6.000 mrd EUR eller rundt 8.000 milliarder USD. Det tilsvarer den årlige verdiskapingen i Kina (målt i løpende og ikke kjøpekraftsjusterte dollar), eller noe over halvparten av Amerikas BNP.

For disse 12 landene nord i Europa var overskuddet på driftsbalansen både i 2011 og i 2012 på over 500 milliarder USD – mer enn 2,5 ganger overskuddet i Kina. Og mer enn underskuddene i USA, Storbritannia og Frankrike til sammen. (Hvilket betyr at de 12 kunne finansiert underskuddene i

utenriksøkonomien til de tre sistnevnte landene.)

Nå er det imidlertid slik at overskudd i utenriksøkonomien for noen land, fører til underskudd for andre. En måte å angripe problemet med underskudd på er å legge press på overskuddsland – de må få opp dampen hva gjelder innenlandsk bruk av varer og tjenester slik at importen øker og eksporten faller. Denne siste strategien ivrer landene i Sør-Europa for at landene i Nord-Europa skal ta i bruk.

Blant de 12 er Tyskland selvsagt storebror – mer enn halvparten av befolkningen er tyskere. De 11 små har et samlet BNP på høyde med Tysklands (selv om befolkningen er mindre). Videre har de 11 nær halvannen gang større overskudd på driftsbalansen med utlandet enn Tyskland.

I Norge bygges fordringer på statens hånd, i de andre landene på private hender. Norge ved staten kan således lettere gå foran i arbeidet med å lansere en Marshallplan for resten av Europa. Imidlertid blir det hele kun et slag i luften om vi ikke får med oss flertallet av de andre. Tyskland er naturligvis viktigst fordi det er størst.¹ Men kanskje er det enklere å mobilisere Tyskland om vi i Norge signaliserer at vi står klare til å bidra.

Sør-Europa må redde seg selv. La det være helt klart. Men en gjennomtenkt Marshallhjelp fra nord til sør kan få fart i prosessen. Det vil også være klart i egeninteressen til landene nord i Europa – på

¹ I eget vedlegg om Tyskland i The Economist June 15th 2013, står dette å lese på side 20:

” ... it (Germany) needs to think boldly about how the European system and the euro zone’s economies fit together. That means complementing Mrs. Merkel’s competitiveness agenda with a financial framework for Europe’s peripheral economies ... ”

Og det er nettopp hensikten her – et innspill om det finansielle rammeverket i Europa.

I mange land i Sør-Europa er den nødvendige industrielle kompetansen fraværende..

tilsvarende vis som Marshallplanen i sin tid tjente USAs interesser.

IMF – ingen udelt suksess

Hensikten med forslaget vi nå skal lansere, er å mobilisere eiere av kapital til aktiv handling. Om man gjennom en relativt liten impuls makter å snu redselen for fremtidige tap til troen på fremtidig gevinst, er mye oppnådd. I denne sammenheng har IMF hatt en lite heldig hånd med tingene. Ved å tviholde på at de offentlige institusjonene aldri skal ta tap, og å true med økte skatter på alt og alle, ja, da blir det ikke lett å mobilisere folk til å investere sine penger. Spare gjør de derimot fordi de er engstelige. Og når sparingen tar overhånd, reduseres samlet etterspørsel, mens arbeidsløsheten øker.

Anført av IMF, godt hjulpet av Den europeiske sentralbanken (ECB) og myndigheter i de berørte landene, påfører man private investorer betydelige tap i land som Hellas og Kypros. Halvkvedete viser om at andre land i Sør-Europa kan forvente det samme, bidrar ikke til å løfte stemningen. Videre brukes mye statlige penger på oppkapitalisering av banksektoren. Det blir vanskelig for små- og mellomstore bedrifter (SMB) å få finansiering. Og om de får det, er det gjerne til renter høyt over hva tilsvarende foretak i Nord-Europa betaler. Men når SMB ikke får den kreditten de trenger, mister landene en dynamisk og kraftig impuls for økonomisk fremgang.

Kan Nord-Europa bidra til å bedre kredittflyten i Sør-Europa?

Den manglende risikovilligheten i Sør-Europa har som konsekvens at underskogen av små og mellomstore foretak blir sulteføret på kreditt. I denne situasjonen er det behov for tiltak der noen tar risiko. Landene i Nord-Europa er i en langt bedre posisjon til å ta risiko enn landene i Sør-Europa. Rent praktisk kan det skje ved at landene i nord kjøper SMB-lån fra banker i sør. Kjøp av disse lånene finansieres ved at land i nord legger ut nye statsobligasjoner.

Ved å kjøpe slike lån, finansiert gjennom låneopptak i markedet, tar landene i nord på seg en risiko. Vil lånene bli betjent? Det er her IMF, ECB og landene i eurosonen ikke har villet ta det avgjørende steget. Frykten for tap har stengt for risikotaking hos dem som har kapasitet til å ta risiko.

Ved at SMB-lånene kjøpes til rabatt ligger landene i nord an til å få sine penger igjen, og det med renter. Et viktig prinsipp er at bankene i sør sitter igjen med minst halvparten av hvert lån. Dermed har de incentiv til å følge opp kundene lokalt og å se til at lånene betjenes. Med halve lånet solgt, kommer det penger i kassen i banken. Som dermed blir i stand til å vurdere nye lånesøknader. Kreditten tar til å strømme. Og virksomheten i næringslivet tar seg opp.

Den norske stat kan gå foran og legge ut nye statsobligasjoner for formålet skissert her.² De lånte pengene investeres i sin helhet ute. Utfordringen blir å få så mange som mulig av de 11 øvrige landene i nord med på et slikt opplegg. De må alle legge ut nye statspapirer for å finansiere kjøp av SMB-lån i sør. I et marked som skriker etter nye AAA-papirer,

² I modellen som her er skissert, holdes Statens pensjonsfond utland utenfor.

er salg av statsobligasjoner fra land i nord meget velkomment.

Et forslag til praktisk tilnærming – EBERG

La oss prøve å gi litt mer kjøtt på beinet. Norge kan ta initiativet til opprettelsen av en European Bank for Economic Reconstruction and Growth – EBERG. Denne banken kan vi (Norge) love å tilføre et antall milliarder euro i egenkapital. Når vi har kommet med et utspill om hvor mye vi kan tenke oss å bidra med – og beløpet bør være betydelig – inviterer vi de øvrige 11 nordeuropeiske landene til å delta. De andre landene, med unntak av Tyskland, kan og bør trolig ikke matche det norske beløpet. Vi er tross alt det rikeste landet i Europa.

Når EBERG er blitt etablert og egenkapitalen innbetalt, bør den kunne låne opp til tre ganger egenkapitalen under eget navn. Videre vil aksjonærene i denne nye banken – statene i nord – kunne garantere for bankens egen opplåning. Vi kan også tenke oss en klasse med stemmerettsløse preferanseaksjer som legges ut til tegning blant private investorer.

EBERGs hovedoppgave vil være å kjøpe porteføljer av SMB-lån fra banker i Sør-Europa. Man bør aldri kjøpe mer enn halvparten av en portefølje fra en bank, og heller aldri mer enn opp til halvparten av hvert enkelt lån. Den lokale banken vil fortsatt sitte med risiko og ha ansvar for å administrere lånene. Man reduserer da betydelig den type “moral hazard” som andre former for verdipapirisering har ført til.

Landene i Nord-Europa er i en langt bedre posisjon til å ta risiko enn landene i Sør-Europa.

EBERG av nytte for Den europeiske sentralbanken

Ved at EBERG er en bank, kan den ta opp lån i sentralbanken. Om ECB ønsker å trykke mer penger og å få dem ut i systemet, kan EBERG være en egnet kanal – sammen med andre – for dette. Gjennom en godt kapitalisert bank med sterke garantier i bakhånd som primært er eiet av stater, kan ECB få et redskap som gjør det ECB selv har vært sterkt inne på er nødvendig, nemlig å bedre tilgangen til finansiering for SMB i Sør-Europa.

Direkte finansiering av SMB er ganske langt utover det en sentralbank vanligvis driver med. Derfor trenger den noen banker mellom seg og de ikke-finansielle bedriftene. Bank of England (BOE) har forsøkt å gjøre noe slikt i Storbritannia, men det har ikke blitt noen suksess. BOE har nemlig forsøkt å oppmuntre de ordinære bankene til å øke kreditten mot SMB-markedet i Storbritannia ved å tilby dem spesielt rimelig finansiering i sentralbanken hvis de faktisk øker disse utlånene. Imidlertid har ikke bankene egenkapital nok til å øke disse utlånene. Lån til SMB krever nemlig veldig mye egenkapital i forhold til lånets størrelse.

Dette ønsker vi å komme rundt ved å lage en kombinasjonsløsning der vi kjøper eksisterende lån fra bankene parallelt med at vi bidrar til å oppkapitalisere dem. Hensikten er å riste liv i banker som i dag fremstår som rene "zombier".

Inn på eiersiden i bankene i Sør-Europa

Oppkapitaliseringen bør skje gjennom tegning av konvertibel preferansekapital. Preferanse innebærer at kapitalen skal ha

avkastning før de ordinære aksjene. Konvertible betyr at disse aksjene på gitte tidspunkter kan innløses i ordinære aksjer.

De lokale bankene på sin side bør ha mulighet til å kreve at EBERG på gitte tidspunkter selger sine aksjer i markedet, eventuelt at banken selv kan kjøpe aksjene tilbake fra EBERG til markedskurs, gitt at EBERG har fått en avkastning på minst 10 – 12 prosent p.a. Hensikten med å etablere EBERG er å bidra med finansielle midler inntil bankene i sør selv er friskmeldte og kan ta over. Landene i Sør-Europa trenger ikke å frykte at dette er et forsøk fra Nord-Europa på finansiell kolonialisering av Sør-Europa.

En tid for alt

Det er en tid og et sted for alt. Tiden synes moden for finansiell bistand fra Nord- til Sør-Europa, i tråd med Marshallhjelpen fra USA til Europa (1948-1952). Utfordringen er å hindre kapitaltørke til små og mellomstore bedrifter i sør, som nå betaler en altfor høy rente på sine lån, om de overhodet får noen.

Vårt opplegg er forretningsmessig basert. Dette er noe helt annet enn ukritisk å overføre penger til dysfunksjonelle stater. Landene sør i Europa har kommet et godt stykke på vei i å rette opp skuta. Hjelp for å få et funksjonsdyktig finansielt system på plass i disse landene er det nå stort behov for.

24. juni 2013

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

Working Paper Series

- 1/08 **Houg, Kjetil**
A note on the concept of risk
- 2/08 **Isachsen, Arne Jon**
Bolig- og finanskrisen i Amerika
- 3/08 **Isachsen, Arne Jon**
Kjøp og salg av risiko
- 4/08 **Husum, Hans Olav**
Hvor kommer pengene fra?
Kilder til meravkastning i Statens Pensjonsfond Utland
- 5/08 **Steigum, Erling**
Befolkningsaldring, pensjonsreformer og realøkonomi
- 6/08 **Isachsen, Arne Jon**
Om finanskrisen i USA
- 7/08 **Isachsen, Arne Jon**
Kommer Amerika tilbake?
- 1/09 **Isachsen, Arne Jon and Ole C. Sand**
China's revival
- 2/09 **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Den menneskelige faktor
- 3/09 **Chand, Sheetal K.**
The IMF, the credit crunch and Iceland: A new fiscal saga?
- 4/09 **Liikanen, Erkki**
Finland, EMU and the euro
- 5/09 **Isachsen, Arne Jon**
Kina viser muskler
- 6/09 **Isachsen, Arne Jon**
En dag med China Daily
- 7/09 **Isachsen, Arne Jon**
Scener fra en finanskrise
- 1/10 **Isachsen, Arne Jon**
Finanskrisen – Konsekvenser for USA
- 2/10 **Isachsen, Arne Jon**
Korrupsjon i Kina – Kommet for å bli?
- 3/10 **Isachsen, Arne Jon**
Om spekulasjon i valutamarkedet
- 4/10 **Steigum, Erling**
Norsk økonomi etter 1980 – fra krise til suksess
- 5/10 **Isachsen, Arne Jon**
Fortellinger om samfunnet

Working Paper Series

- 6/10 **Isachsen, Arne Jon**
Hva Kina vil
- 7/10 **Isachsen, Arne Jon**
Kinas makt
- 1/11 **Børsum, Øystein**
Exchange Rate Risk in the Government Pension Fund Global
- 2/11 **Isachsen Arne Jon**
Penge- og valutapolitikk i Kina
- 3/11 **Alstadheim Ragna**
Om nye virkemidler i pengepolitikken – avgrensning mellom pengepolitikken og finanspolitikken
- 4/11 **Isachsen Arne Jon**
Økonomi er risikosport
- 5/11 **Steigum Erling**
The Norwegian Banking Crisis in the 1990s: Effects and Lessons
- 6/11 **Isachsen Arne Jon**
Felles valuta krever felles vaner
- 1/12 **Isachsen Arne Jon**
Is China Falling Apart?
- 2/12 **Isachsen Arne Jon**
På vandring
- 3/12 **Nerheim, Reidun Grue**
Investeringsstrategien for statens pensjonsfond utland
- 4/12 **Steigum, Erling**
Sovereign wealth funds for macroeconomic purposes
- 1/13 **Isachsen, Arne Jon**
Bollinger champagne
- 2/13 **Mork, Knut Anton**
Etter oljen: Utfordringer for norsk økonomi
- 3/13 **Andersen, Torben M.**
Finanspolitikk og den økonomiske og monetære union
- 4/13 **Isachsen, Arne Jon**
Bank og Finans – Hva har hendt? Og hva har vi lært?
- 5/13 **Utne, Amund**
EØS-avtalen
- 6/13 **Isachsen, Arne Jon**
Stabilt eller robust?

Norges Bank Watch Report Series

- No 1/2000** **Hamilton, Carl , Øystein Thøgersen, Marianne Andreassen og Harald Magnus Andreassen**
Norsk pengepolitikk, Norges Banks rolle og bankens gjennomføring av pengepolitikken i 1999 og første del av 2000
- No 2/2001** **Andreassen, Harald Magnus, Paul De Grauwe, Haakon Solheim and Øystein Thøgersen**
A review of inflation targeting, the Norwegian monetary regime and its institutional arrangements and Norges Bank's actual monetary policy and communication
- No 3/2002** **Svensson, Lars E. O., Kjetil Houg, Haakon O. Aa. Solheim and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy and Institutions in Norway
- No 4/2003** **Ekeli, Thomas, Anne Kari Haug, Kjetil Houg and Erling Steigum**
An Independent Review of Monetary Policy in Norway.
- No 5/2004** **Bjørnland, Hilde C., Thomas Ekeli, Petra M. Geraats and Kai Leitemo**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 6/2005** **Dørum, Øystein, Steinar Holden and Arne Jon Isachsen**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 7/2006** **Dørum, Øystein and Steinar Holden**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 8/2007** **Goodfriend Marvin, Mork Knut Anton and Söderström Ulf**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 9/2008** **Juel Steinar, Molnar Krisztina and Røed Knut**
An Independent Review of Monetary Policymaking in Norway.
- No 10/2009** **Bergman Michael, Juel Steinar and Steigum Erling**
Monetary Policy and the Financial Turmoil.
- No 11/2010** **Bjørnland Hilde C., Clarida Richard, Holvik Elisabeth and Steigum Erling**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 12/2011** **Bjørnland Hilde C. and Wilhelmsen Bjørn Roger**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 13/2012** **Torvik Ragnar, Vredin Anders and Wilhelmsen Bjørn Roger**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.
- No 14/2013** **Boye Katrine Godding and Sveen Tommy**
An Independent Evaluation of Monetary Policy in Norway.

CME

Centre for Monetary Economics, BI Norwegian Business School

Office Manager: Siv Bjercke

Address: Nydalsveien 37, N-0484 Oslo, Norway

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

E-mail: cme@bi.no <http://www.cme.no>

ISSN 1503-3031