

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Mars 2012

### LTRO

---

**LTRO står for Long-Term Refinancing Operations, et tilbud fra Den europeiske sentralbanken (ECB) til banker i euroland om å låne så mye de bare orket, til én prosent rente i tre år. Den rene gavepakken. Noe ytterligere bidrag til løsningen av de økonomiske problemene i eurolandene kan ikke forventes fra ECB sin side.**

---

I en omskiftlig finansverden dukker stadig nye forkortelser opp. Vet du hva en CDO er? Enn si en CDS eller en ABS (ikke noe med bremsing, nei)? Mens aktørene i privat sektor har ført an med nye forkortelser, følger nå offentlig sektor etter. ECB, som betyr European Central Bank, lanserte sin LTRO nummer én i desember i fjor og fulgte opp med LTRO II i februar, der forkortelsen står for Long-Term Refinancing Operations. LTRO var et tilbud til banker om å låne så mye de bare orket, mot egnet sikkerhet, til ECBs signalrente, for tiden én prosent, i tre år. Den rene gavepakken.

Rent pengepolitisk betyr dette at ECB ikke lenger bare har renten som et virkemiddel, men også tar sentralbankens egen balanse i bruk. Mario Draghi, ny sjef i ECB, følger dermed opp hva hans kollega i USA, Ben Bernanke, gjorde for ett års tid siden med sin QE2, eller Quantitative Easing (kvanitative lettelser) nummer to, et program der Fed, den amerikanske sentralbanken, kjøpte tilbake tidligere utstedte statsobligasjoner. Hensikten var å drive opp prisen på lange papirer, og dermed renten ned. Samtidig som bankene ble tilført mer likviditet.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> For mer om QE2 se mitt høstbrev for halvannet år siden. Her er linken <http://home.bi.no/fag87025/pdf/2010.11.Hostbrev.pdf>

Men egentlig hadde Norges Bank allerede gått opp løypa. Etter at oljeprisene falt kraftig midt på 1980-tallet og krona kommet under solid press, tok Norges Bank sin balanse i bruk. Vår sentralbank skuffet på med usikrede utlån til bankene. Ved utgangen av 1988 var 16 prosent av forretningsbankenes funding fra sentralbanken og hele 20 prosent av sparebankenes. Den etterfølgende bankkrisen gjorde at det tok lang tid å avvikle denne ordningen som bare var ment å være midlertidig.

## Nærmere om LTRO

I desember i fjor viste ECB stor handlekraft da banken tok markedet helt på sengen ved sin LTRO. Hva skulle banker som forsynte seg kraftig av dette tilbudet gjøre med pengene? En god del av dem gikk til kjøp av statsobligasjoner, hovedsakelig i de respektive bankers hjemland. Særlig populært var det å bruke treårs penger på toårs obligasjoner. For Italias vedkommende sank den effektive renten på slike papirer fra over seks prosent i begynnelsen av desember i fjor til under to prosent i begynnelsen av mars i år. Den statsfinansielle krisen som hadde skapt så store bekymringer i eurolandene, særlig de sydlige, gled over, i hvert fall i første omgang.

Ved LTRO nummer to i februar ble kravene til sikkerhet for lån i ECB noe dempet. Det gjorde det lettere for mindre banker å benytte seg av tilbudet. Samlet sett har ECB ved disse to anledningene lånt ut mer enn tusen milliarder euro til bankene, tilsvarende litt over det dobbelte av verdien på vårt SPU, som betyr Statens Pensjonsfond-Utland, eller Oljefondet som vi sa tidligere.

Noe overraskende gikk Bundesbank med på LTRO. Den tyske sentralbanken ville gjerne hatt en høyere rente på ECBs utlån, men fikk altså ikke gjennomslag for det.

## Bakteppet

Med fare for at krisen i Hellas som har ført til en nedskrivning av gresk statsgjeld, skulle smitte over på andre land, var det helt nødvendig å få ned de statlige lånekostnadene i Italia og Spania. Et likviditetsproblem, om det ikke ble tatt tak i, ville ellers kunne utvikle seg til et solvensproblem.

Men hvorfor ikke gjøre som USA, la sentralbanken kjøpe tilbake statsgjeld og på den måte drive prisen på slike papirer opp og renten ned? Nei, ECB har ikke anledning til å kjøpe statsobligasjoner. Derfor måtte den europeiske sentralbanken i stedet sørge for å la de private bankene svømme over av likviditet i forventning om at en del av denne likviditeten ville gå til kjøp av nyutstedte statspapirer. Og ganske riktig, som vi så over, renten på italienske statspapirer – og også andre eurolands – falt kraftig.

LTRO innebar at private banker i euroland kunne låne i sentralbanken til én prosent og kjøpe statsobligasjoner til mellom to og fem prosent, avhengig av løpetid. Man låser inn en margin på mellom én og fire prosent, der staten er motpart både som långiver (ved sentralbanken) og som låntaker (ved finansdepartementet). Hvem betaler gildet? Det gjør skattebetalerne. Som indirekte er med og subsidierer det private bankvesenet i landet.

Et par ting er verd å bemerke i denne sammenhengen. For det første at salget av lange statspapirer har vært langt tyngre enn av korte. For det andre at aktører i det internasjonale finansmarkedet har vist liten interesse for eurolandenes statsobligasjoner. Som man sier i disse miljøene, det er lite "real money" ute og går.

### **Egenkapitalen i bankene må opp**

I og med at bankene må stille sikkerhet for å benytte seg av LTRO-penger, betyr det at "frie aktiva" på de private bankenes balanser går ned relativt sett. Den tradisjonelle finansieringsformen som ligger i at banker utsteder sine egne obligasjoner, vil dermed ha dårligere sikkerhet enn før. Behovet for mer egenkapital øker. Grep må settes i den treårsperioden LTRO gjelder for, der siktemålet er å øke egenkapitalandelen i bankene. Det vil legges forholdende bedre til rette for langsiktig funding fra private kilder.

Mange er bekymret for at LTRO tar vekk incentivene for en nødvendig omstrukturering av bankene i euroland. I stedet vender de seg til billig funding fra ECB.

### **Hva med realøkonomien?**

Det er forholdene på bakken som teller, sier man i det militæret. Det er forholdene i realøkonomien som teller, sier vi i økonomifaget. Penge- og finansvesenet i seg selv løser ikke problemene med høy arbeidsledighet, lav sparing, dårlig skattemoral, slette offentlige finanser, lite innovasjonsevne og lav investeringsvilje.

Mario Draghi skjønner dette bedre enn de fleste. "Ballen er nå på banehalvdelen til regjeringer og andre aktører i økonomien", sier han. De må bidra til å støtte oppturen som alle håper snart kommer. Utsiktene de neste tolv månedene er ikke de beste. ECB legger til grunn en økonomisk vekst på minus 0,1 prosent i 2012. Det er lite å møte høy arbeidsledighet med.

### **Sammenfatning**

Ved LTRO har ECB løst likviditetsproblemet i markedet og bankenes funding problem. I tillegg har man gitt bankene mulighet til å øke inntjeningen, noe som kan gi bedret egenkapitalandelen i fremtiden. På toppen av det hele kan de statsobligasjonene banken kjøper for pengene, i seg selv deponeres i ECB som sikkerhet for nye lån. Således oppnådde Mario Draghi tre ting; funding til bankene som fjerner likviditetskrisen; lavere statsrenter; og høyere egenkapital i bankene. Ikke så dårlig med ett tiltak?

30. mars 2012

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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