

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), nøy 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 tilfredsstille 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. Kon-

vertible 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/fag870>