

Arne Jon Isachsen

## VINTERBREV

Januar 2011

### **ØKONOMI ER RISIKOSPØRT**

I to-tre år har vi kunnet lese oss grønne i trynet om finansielle redningsoperasjoner iverksatt av politikere, sentralbanksjefer og andre finansakrobater. Først ute var USA med 700 milliarder dollar for å hjelpe banker som hadde lånt ut penger til amerikanske boligeiere og andre som ikke kunne betjene sin gjeld. Eller kjøpt produkter i finansmarkedet som de selv knapt skjønnte hva egentlig var, men med samme egenskap som råtne boliglån; pengene kom ikke inn som de skulle.

Dernest var det Hellas som først hadde jukset med tallene slik at de kunne ta euroen i bruk, for deretter å låne opp altfor mye med de lave rentene som fulgte. På vårparten i fjor gikk EU og IMF inn med en redningspakke på 110 milliarder euro for å redde gresk økonomi. Med en statsgjeld som snart tilsvare halvannet års bruttonasjonalprodukt, er det trolig bare et tidsspørsmål før grekerne ser seg tjent med ikke å betjene denne gjelden.

Sistemann ut så langt er Irland som sent i november ble påtvunget en redningspakke på 85 milliarder euro. Påtvunget, fordi irlendere får en særlig dårlig smak i munnen av å måtte gjøre det andre forlanger.

#### **Økonomi er ikke naturvitenskap**

Felles for disse tre tildragelesene er en underliggende forestilling om økonomi som naturvitenskap. Da Galileo stod i det skjeve tårn i Pisa og slapp sine kuler av bly, kunne han på forhånd regne ut hvor lang tid det ville ta før kulene traff bakken. Når Ben Bernanke, sjefen for den amerikanske sentralbanken (Fed), i de kommende måneder skal

handle statsobligasjoner for 600 milliarder dollar, har han bare en vag anelse om hvilke virkninger det vil ha på prisen på slike papirer og dermed på renten. Enda vagere er de forestillingene han gjør seg om hvordan disse rente-endringene vil virke på produksjon og sysselsetting i Amerika.

Hvordan grekere og irlendere vil tilpasse seg innstramningstiltak som er betingelser for nye lån, gjenstår å se. Likeledes blir det spennende å følge renteutviklingen på greske og irske statspapirer. Tror markedet at myndighetene i de to landene vil makte å betjene sin statsgjeld? Hvor lett eller vanskelig blir det for regjeringene i de to landene å ta opp nye statslån? Usikkerheten er til å ta og føle på.

Økonomi må regnes som risikosport. Derfor er det helt sentralt med regler og rammebetingelser som gjør at det økonomiske systemet som helhet er robust og tilpasningsdyktig, selv om enkeltprosjekter går vinterveien. En forutsetning for dette er transparens, dvs. at folk ser og forstår hva som foregår. Både hva gjelder regler som gir robustheten, og folks forståelse av dem, har Den økonomiske og monetær union (ØMU) i EU sviktet kapitalt.

### **Kjøpmannen på hjørnet**

Dersom kjøpmannen på hjørnet får konkurranse fra et nytt kjøpesenter ikke langt borte og omsetningen tar til å falle, er det ikke greit å være ham. En rask og styrt avvikling er kanskje den beste løsningen. Om kjøpmannen i stedet holder fast på sitt gamle konsept, kan det hele ende i konkurs. I så fall får de ansatte først det de har krav på, dernest kemneren, så de med fordringer med sikkerhet i pant, og til sist de med usikrede fordringer, i den grad det er penger igjen i boet.

Det hele er egentlig temmelig udramatisk. Om kjøpmannen ikke lenger makter å møte sine betalingsforpliktelser, går han konkurs. *Tap tas, og verden går videre.* De som kjøpmannen tidligere hadde i sitt brød, må finne seg nye jobber. Omstillinger kaller vi det.

Klart det er bittert for kjøpmannen på hjørnet som har drevet sin lille butikk i årevis, at han ikke så hvilken vei det bar, men holdt på for lenge. Heldigvis hadde han organisert sitt kjøpmannskap som et aksjeselskap, slik at ikke hus og hjem gikk med i dragsuget. Surt er det også for leverandører som sendte varer til det siste uten å få oppgjør for dem. Den lokale banksjefen ble også lei seg. Sikkerheten for kravene var for dårlige, og tap måtte bokføres. Til sist, de fire bak disken mistet jobben og måtte ut i markedet på jakt etter nytt arbeid.

### **Banker på Wall Street**

En fredag midten i mars 2008 ble det åpenbart at investeringsbanken Bear Stearns på Wall Street, som hadde basert seg på meget kortsiktig "funding", ikke ville få fornyet

tillit i markedet mandag morgen. Denne banken var ”too big to fail” mente de amerikanske myndighetene og iverksatte en redningsoperasjon. I ettertid, kanskje ikke så lurt? For hva slags signal sendte det til andre, utsatte finanshus? Bare fortsett med din risikosport – om det går galt, vil staten redde deg.

Om Bear Stearns hadde gått konkurs, ville USA blitt kastet ut i en finanskrisen. Men den krisen ville trolig vært enklere å håndtere enn den man fikk et halvt år senere da den langt større investeringsbanken Lehman Brothers lå tilsvarende tynt an og ikke ble reddet. Med konkurs for Bear Stearns i mars, ville kanskje konkursen for Lehman Brothers i september vær unngått. Helt sikkert er det at aktørene på Wall Street ville lagt om sin atferd – tatt ned risikoen – om de så at myndighetene ikke reddet Bear Stearns, og aksjonærene tapt alt. Kanskje ville noen av dem som hadde lånt penger til den i så fall fallerte investeringsbanken, også tapt en del. Men det er slik det skal være. *Tap tas, og verden går videre.*

Fordi økonomi er en risikosport, må man tidvis regne med konkurser. Den ryddige utviklingen som en konkurs innebærer, må det legges til rette for, snarere enn stenges for. Tap må tas. Etter klare og på forhånd kjente regler.

Forestillingen om at noe er ”too big to fail”, er en invitasjon til uansvarlighet. Går det bra tar ledelsen og eiere gevinsten. Går det skeis tar skattebetalerne regningen. Om noe er ”too big to fail”, får hele det finansielle systemet preg av risikosport.

Banker som er for store, må enten krympes slik at de ikke lenger er det. Eller må man sørge for at sannsynligheten for konkurs nærmer seg null. Dette siste kan man oppnå ved å doble eller tredoble kravet til egenkapital i banker og andre finansinstitusjoner, eventuelt ved å la egenkapitalkravet stige med balansen. I vårt land har de største bankene lav egenkapitalandel. Men fordi de oppfattes som ”too big to fail”, får de lån i markedet til de beste betingelsene.

I Fiancial Times den 3. desember 2010 skriver den anerkjente britiske professoren David T. Llewellyn at høyere egenkapitalkrav til bankene kan gjøre at de samlede kostnadene ved ”funding” går opp. Får samfunnet noe igjen for dette? Ja, to ting. Sjansen for at en bank går konkurs, blir mindre. Og dersom en konkurs skulle inntreffe, blir kostnadene i større grad båret av aksjonærene. ”Considering the social (rather than private) costs and benefits, there is an overwhelming case for significantly higher equity capital ratios to be applied to banks”, konkluderer professoren.

### **Felles mynt krever mer enn man trodde**

Den politiske beveggrunnen for felles mynt i Europa var grei nok. Et samlet Tyskland, som vi fikk i 1991, ville finne en enda sterkere forankring i det demokratiske Vest-Europa om man inngikk i en myntunion med så mange som mulig av de daværende 15 EU-landene. Samtidig ville franskmennene endelig få innflytelse på rentesettingen i Europa.

Imidlertid stod den økonomiske forståelsen av hva felles mynt innebærer en god del tilbake å ønske. Økonomene gjorde det de kunne – analyserte opp ad stolper og ned ad vegger om betingelsen for ”optimale valutaområder” var oppfylt. Tanken her er at med samme valuta vil man få samme rente. Er det da slik at den vil passe alle? Vel, om konjunktursyklusene er temmelig sammenfallende over land, vil trolig den felles renten ikke være så gal. Metervis av studier tydet på at EU ikke var noe optimalt valutaområde.

Et annet forhold politikere og fagfolk prøvde å ta på alvor var kravet om en ansvarlig finanspolitikk. Den såkalte Stabilitets- og vekstpakten gav klare begrensninger for hvor store de årlige, statsfinansielle underskuddene kunne være i det enkelte Euroland. Videre var det tak på statens samlede gjeld. Om et land i flere år på rad oversteg disse grensene, skulle det straffes med en bot.<sup>1</sup> Flere år på rad brøt Tyskland, av alle land, regelen om å holde de statlige underskuddene under tre prosent av bruttonasjonalproduktet. Men i stedet for å ta boten, ble reglene endret. Den disiplinierende virkningen som lå i Stabilitets- og vekstpakten, forsvant som dugg for solen.

Er det noe tyskerne har grunn til å angre på, så er det at de ikke tok sin straff. Om Tyskland hadde tatt kostnadene ved egen, uansvarlig finanspolitikk, ville andre ØMU-land skjönt at det også for dem var kostnader forbundet med for store underskudd i statsfinansene. Regningen for redningsoperasjoner til Hellas og Irland – og etter hvert kanskje også andre land – som tyske skattebetalere får, vil ganske sikkert være det mangedoblede av den boten Tyskland selv ville ha fått for sin finanspolitiske løsslupenhet fem-seks år tilbake i tid.

To andre krav som er helt sentrale for om ulike land vil ha glede av felles valuta, ble knapt diskutert. Landene må ha preferanse for samme inflasjon. Og finansmarkedene må oppdras til å forstå at om et lands statsgjeld blir for stor, er faren klart til stede for at den ikke vil bli betjent.

Hva gjaldt det første kravet ”vedtok” man bare at to prosent inflasjon er tingen, uten å spørre seg nærmere om i hvilken grad politikere og partene i arbeidslivet i de ulike landene skjønnte hva det egentlig innebar. Nemlig at lønnsøkninger i Italia stort sett må være på linje med dem i Tyskland. Det ville i så fall være en helt ny tradisjon, som neppe kommer av seg selv.

Det andre kravet prøvde man å sette makt bak ved si at land som kom i statsfinansielle vansker, ikke ville bli hjulpet av andre land. Forfatningsdomstolen i Karlsruhe gjorde det klart at dette var en betingelse for at landets egen tyske mark skulle kunne erstattes av den felles euroen. Men markedet trodde ikke på politikerne. Om Hellas skulle få problemer med betjeningen av sin statsgjeld, er det klart EU kommer til unnsetning. Noen risikopremie på statsgjelden til land som låner for mye, er det ikke behov for.

---

<sup>1</sup> Straffen i første omgang innebar at landet måtte sette inn et beløp tilsvarende en kvart prosent av BNP på sperret konto i Den europeiske sentralbanken, uten å få renter på pengene.

Og markedet fikk rett – i hvert fall så langt. Myndighetene i det enkelte land, og etter hvert også Den europeiske sentralbanken, har gått mye lenger enn grunnleggerne av ØMU hadde tenkt seg i å understøtte svake statsfinanser i medlemslandene, noe pakkene til Hellas og Irland belyser. Alle euroland har til nå betjent sin statsgjeld.

Imidlertid er troen på at euroland i fremtiden vil betjene sin statsgjeld, omsider blitt mer nyansert. Det ser vi av stadig større rentedifferanser for statsgjeld i samme valuta fra ulike land. På det meste har prisen på greske statsobligasjoner i annenhåndsmarkedet vært omsatt til mer enn åtte prosent høyere rente enn tilsvarende tyske. Hva det betyr det? Det betyr at han som kjøpte en gresk statsobligasjon for 100 euro, nå kan selge den til kanskje bare 75 euro. I annenhåndsmarkedet har man allerede tatt en del tap.<sup>2</sup>

### **Felles mynt – hvordan ta tapene?**

Det er lite pent å si at folk er tjukke i hue. Men hva skal man si om statsmyndighetene i Irland som for et par år siden garanterte alle innlån i irske banker? Ikke bare den vanlige innskyterens penger, som det er grunn til å beskytte, men også de som hadde kjøpt gjeldspapirer utstedt av irske banker kunne være sikre på å få pengene sine igjen. Særlig ille er et slikt løfte i Irland, hvor bankene er så store.

Når det er slik at uforutsett store tap oppstår – husk at økonomi er en risikosport – reiser spørsmålet seg om en hensiktsmessig fordeling av disse tapene. Ved å garantere for lån gitt til irske banker, tar man bort en stor gruppe potensielle ”bærere” av disse tapene. De gjenværende mulige ”bærerne” av disse tapene må ta desto mer.

Og hvem er det? Jo, det er skattebetalerne. Først de i Irland. Og dernest de i Tyskland og andre Euroland som yter lån til en irsk stat på randen av bankerott.

Men å la skattebetalere ta tap fremfor obligasjonseiere, er en særdeles dårlig idé. Hvorfor det? For det første fordi skattebetalerne ikke har hatt noe med banken å gjøre. Det har derimot eiere av bankobligasjoner som har vurdert godheten av banken før lån ble gitt, dvs. før man kjøpte obligasjonen. For det andre fordi et privat, bankfinansielt problem blir et statsfinansielt problem når staten garanterer for råtne banker. Den økningen i skatt som dermed kreves, kommer på det verst tenkelige tidspunkt, nemlig i en økonomi i nedgang som trenger lavere skatter og økt etterspørsel snarere enn det motsatte. For det tredje fordi økte skatter trolig har større, kontraktiv virkning på samlet etterspørsel enn en tilsvarende nedskrivning av bankers obligasjonsgjeld.

---

<sup>2</sup> Bernard Connolly heter en mann. Han arbeidet i EU-kommisjonen da prosjektet felles mynt ble utredet. I 1997 gav han ut boken *The Rotten Heart of Europe: The Dirty War for Europe's Money* der prosjektet felles mynt i EU sables nord og ned. Det hele kunne sågar ende i borgerkrig, mente han. Så ille har det ikke gått.. ”Men freely believe that which they desire”, sa Julius Cesaer. Gjennom 1990-årene var debatten om felles mynt i Europa preget av ønsketenkning.

## Veien videre

Banker og andre finansinstitusjoner er ikke til for sin egen del. Men for andres. De skal betjene sine kunder. Sikre rask og sikker betalingsformidling. Og være mellommenn mellom långivere og låntakere. Punktum.

Sine oppgaver skal finansvesenet løse på en robust måte. Det betyr at den enkelte finansinstitusjon ikke skal kunne "gamble" ved å være "too big to fail". Hvilket igjen betyr at alle finansinstitusjoner, som kjøpmannen på hjørnet, må stå i fare for å gå konkurs. Når ingen er "too big to fail", vil systemet lett kunne håndtere enkeltforetaks forsvinning.

Mye av reformarbeidet internasjonalt går på å unngå "too big to fail" problematikken. Hvis kreditorene tror at de vil kunne tape penger på en stor bank, vil de forlange bedre betalt for å finansiere dens ekspansjon. Dette vil bremse gjeldsveksten og veksten i formuespriser, og redusere sannsynligheten for bobler og påfølgende finanskriser. Men dersom krisen likevel rammer, vil alle typer "funding", bortsett fra regulære innskudd, måtte akseptere en nedskrivning.

Om man skulle lage et nytt finansvesen fra scratch, ville et par elementer være verdt å vurdere. For det første en forenkling av hva som er egenkapital og en økning av kravet til egenkapital. Det ville gi et mer robust finansvesen. Argumentet om at eiere av bankaksjer ville få mindre avkastning på sine penger ved høyere krav til egenkapital, er helt uinteressant. Dessuten er det slik at med høyere egenkapital synker risikoen for konkurs, og kravet til egenkapitalavkastning går ned.

For det andre, en godkjenningprosedyre for nye produkter à la hva man har for nye medisiner. Hvilket ville bety at det nye finansproduktet, for lovlig å kunne markedsføres, beviselig måtte dekke fornuftige behov. Videre ville det være rimelig å stille krav til gjennomsiktighet, dvs. at det vanlige opplyste styremedlem i en bank kan redegjøre for produktet.

Euroens fremtid, hvordan ser den ut? Her er flere muligheter. Den hyggeligste er at eurolandene kommer gjennom den krisen som de nå er midt oppe i. En del av løsningen her ligger i en reforhandling av enkelte lands statsgjeld. Det betyr at eiere av noen lands statsobligasjoner må ta tap. Som nevnt over er tap allerede i ikke liten grad tatt i annenhåndsmarkedene. I neste omgang, når situasjonen har roet seg, vil kunnskapen om at felles mynt fordrer felles inflasjon, måtte si inn. Felles mynt tar vekk rentepolitikken for det enkelte land og begrenser handlefriheten i finanspolitikken. Det stiller krav til mer fleksible arbeidsmarkeder.

Spekulasjoner om de mindre hyggelige utfallene for euroens fremtid, får utestå til en annen gang.

Til sist, mon tro om politikere, embetsverk og sentralbanksjefer har mot og kraft nok til å stake ut en bedre vei videre? Eller om folk i finansvesenet med alle sine penger og alle sine forbindelser fortsatt vil lykkes i å hindre at et mer robust finansielt system kommer på plass.<sup>3</sup>

7. januar 2011

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

---

<sup>3</sup> Norge ligger bedre an enn de fleste andre land hva gjelder regelverk for håndtering av bankkriser. Se vedlegg til Norges Banks brev til Finansdepartementet 29. november 2010, der sunne prinsipper legges til grunn for avvikling av banker. Se [http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_\\_77765.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article____77765.aspx).