

FINANSIELLE FLANERIER

Det er behov for bedre oversikt over og kontroll med aktørene i finansmarkedene. Om systemet skal være robust, må regelverket være enkelt. Her er det langt igjen. For å si det mildt.

*Arne Jon Isachsen
Handelshøyskolen BI
Mars 2016*

“The buck stops here”

FINANSIELLE FLANERIER

”The buck stops here”

av

Arne Jon Isachsen

Handelshøyskolen BI

Mars 2016

Banking seems inefficient, costly, riddled with conflicts of interest, prone to unethical behaviour, and, not least, able to generate huge crises.

(Martin Wolf, Financial Times, 9 March 2016)

Innhold

1. Hva er problemet med gjeld?	3
Boks 1: ”Nakne” credit default swaps (CDS) – trenger vi det?	5
2. Frie kapitalbevegelser forsterker finansielle ubalanser	6
Boks 2: Johnny come lately.....	7
3. BIS med fokus på kapitalbalansen	9
Boks 3: Rasjonelle økonomer.....	9
Boks 4: Mens vi venter på en statsmann	12
4. Rare reguleringer	15
Boks 5: Man kan bli svimmel av mindre.....	15
Boks 6: Pølsebod versus Norsk Hydro	18
5. Trilemmaet som var et dilemma	21
Boks 7: Udekket renteparitet holder ikke.....	21

Sammendrag

Økonomisk stabilitet avler ustabilitet. Høyere egenkapitalkrav vil begrense elastisiteten i bankenes kredittgivning, og dermed ta ned den prosykliske atferden bankene så lett bidrar til. Videre vil høyere kapitalkrav gjøre bankene bedre i stand til å tåle tap. ”The buck stops here.” Det er helt sentralt med et enklere regelverk for bank og finans. Kravet om transparens og ansvarlighet tilsier det. Inflasjonsstyring er ingen god rettesnor for pengepolitikken når et vedvarende tilbudssidesjokk er over oss. Sparing for et land har med driftsbalansen å gjøre. Skal man studere finansielle ubalanser, må man se på andre ting, så som låneopptak og formidling av kreditt. Finansielle ubalanser er det fullt mulig for et land å skaffe seg selv om handelen med utlandet viser pene overskudd.

FINANSIELLE FLANERIER

”The buck stops here”

Dette notatet, vil noen mene, i den grad de orker å lese det, er sleivete. Det er jeg enig i. Referansene er ikke systematiske og nøyaktige nok. Noen steder mangler de (referanser). Presisjonsnivået er varierende, og noen ganger godt under det man bør forvente av en professor, vil andre mene. Det er også et synspunkt jeg kan forstå.¹

Men kan det tenkes at en noe sleivete fremstilling kan gi bedre innsikt? Enkelt og ujålete språk. Med appell til intuisjonen. Noen observasjoner og tall fra virkeligheten. Samt en del resonnementer som nok er tyngre og vanskeligere enn en lett språkdrakt bærer bud om. (Se Boks 7 om udekket renteparitet, og om skillet der mellom virkningen på valutakursen av en høy rente og av en økning i renten.)

Notatet forutsetter god peiling på økonomisk teori og en viss oppdatering på løpende saker. Og kanskje også villighet til å omprøve egne synspunkter. Hvilket ikke alltid er så lett. Som John Kenneth Galbraith sa det: ”Economists are most economical about ideas. They make the ones they learned in graduate school last a lifetime.”

----- 000000 -----

Finansiering med gjeld er en måte å ta fremtiden på forskudd på. Man låner penger nå for å dekke utgifter som de løpende inntektene ikke strekker til for. Med sikte på senere å tjene mer enn man bruker slik at gjelden kan betales tilbake. Underveis må gjelden betjenes ved løpende rentebetalinger. I grunnen en strålende ordning. Som gjør det mulig å skille beslutningen om å bruke penger fra beslutningen om å tjene dem. Det gir mulighet for en bedre intertemporal tilpasning, som det heter på fagspråket.

Om det hele skal gå bra, må inntektene over tid vise seg store nok til å betjene gjelden fullt ut. Man må holde seg innenfor sin budsjettbetingelse. Fagspråket engang til. Om lån er anvendt til finansiering av egen bolig, eller til kjøp av andre aktiva, og gjelden kommet godt ned, vil

¹ Takk til Morten Baltzersen, Thomas Ekeli, Roman Linneberg Eliassen, Tore Eriksen, Tom Erik Styrvold Farnen, Finn Fadum, Tom Arild Fearnley, Runar Gulhaugen, Henrik Johansen, Per Richard Johansen, Steinar Juel, Knut N. Kjær, Stein Reegård, Trym Riksen og Bjørn Skogstad Aamo for nyttige innspill til en tidligere versjon av dette notatet. Ansvar for gjenværende feil og mangler er mitt alene.

banken trolig være fornøyd om de løpende rentene betales. Noen endelig nedbetaling av hele lånet er ikke nødvendig.

Mange av de utfordringene finansnæringen står overfor vil bli lettere å håndtere om banker og finansforetak for øvrig var atskillig bedre kapitalisert. Så kan man jo undre seg over hvorfor det er så vanskelig å få det til.

Vi skal i dette notatet si litt om problemene som en økende grad av gjeldsfinansiering kan føre med seg. Deretter diskuterer vi hvordan mer sammenvevde kapitalmarkeder over landegrensene gjør det vanskelig å føre en selvstendig pengepolitikk. I tredje avsnitt går vi gjennom tenkemåten til Bank for International Settlements og viser hvordan de som jobber her, har et syn som avviker fra det akademikere flest bekjenner seg til. Dernest stusser vi over hvorfor vi har et stadig mer komplisert og ressurskrevende regelverk som vanskelig lar seg etterleve. Notatet avsluttes med noen betraktninger omkring sammenhengen mellom renter og valutakurs som sjelden er som teorien tilsier. En tilbakevending til tilbakevendingregelen for valutakursen, slik vi hadde i syv år, frem til inflasjonsstyring tok over i 2001, synes jeg er verdt å vurdere.

1. Hva er problemet med gjeld?

”Alle vet at Jeppe drikker, men ingen vet hvorfor.”² Alle vet at lånefinansiert økonomisk vekst ikke er bra, men vet du hvorfor?

Det må vel være fint om samlet etterspørsel etter varer og tjenester i et land kan holdes på et så høyt nivå at alle som vil kan få arbeid? Om finansieringen av denne etterspørselen i stigende grad er lånefinansiert, hva er problemet?

Problemet inntreffer den dagen låntaker ikke makter å betjene sitt lån, det vil si betale renter og avdrag slik låneavtalen tilsier. Om denne situasjonen varer ved, kan det hele ende i konkurs. I så fall kan låntaker rive andre med seg. Han som har kausjonert. Samt de som har penger til gode, og som ved en konkurs ikke fullt ut får pengene sine igjen.

Om mange nok samtidig ikke makter å betale renter og avdrag som avtalt, kan banken de alle har lånt penger i, selv få problemer. En krise for låntakerne blir til en krise for banken. Om banken er stor nok, eller om mange nok banker samtidig kommer i en slik situasjon, kan det hele føre til en bank- og finanskriser. Som kan være opptakten til nedgangstider og økonomiske uår for land og folk.

²”Folk sier vel i herredet, at Jeppe drikker, men de sier ikke, hvorfor Jeppe drikker”, i Ludvig Holbergs egne ord.



”The buck stops here” stod det å lese på et skilt president Harry Truman hadde på pulten sin i det ovale rommet i Det hvite hus. Hvilket betød at han tok det endelige ansvar. Landets president hadde ingen å sende ansvaret videre til.³

I Amerika er ordet ”buck” slang for dollar. Om konkurser i næringslivet og husholdningene er så omfattende at store banker og finanshus kan gå med i dragsuget, da er det fare på ferde. Hva skal til for å hindre en slik utvikling? Nok egenkapital i bankene. Slik at de kan ta ansvar for egne beslutninger fra tidligere. ”The buck stops here”. Og raset av konkurser stanser.

Skiltet ”The buck stops here” kunne sjefene i store banker gjerne ha på pulten sin. Eller som hvilemodus på PC-en. For å minne seg selv om at finansinstitusjonen de leder må være så godt forspent med egenkapital at den tåler betydelige tap.

Forskjellen i robusthet ved et egenkapitalfinansiert fenomen fremfor et fremmedkapitalfinansiert, blir godt belyst ved en sammenligning mellom dot-com boblen i USA i 2000 og finanskrisen i 2008. Ved begge anledninger mistet kapitaleierne i Amerika fire–fem tusen milliarder dollar.⁴ Men siden det var *egenkapital* som stort sett gikk fløyten ved den første anledningen – de risikofylte dot-com investeringene var i hovedsak finansiert ved utstedelse av aksjer – ble ringvirkningene for resten av økonomien meget beskjedne.

Mange boliglån var i realiteten rene forbrukslån

Finanskrisen derimot, som navnet tilsier, innebar at banker og finansforetak gikk dukken. De hadde ikke nok egenkapital til å møte *tapene på utlån* som en sterkt forgjeldet privat sektor opplevde, i første omgang amerikanske huseiere, der mange hadde gjeld til over pipa. Mange boliglån var i realiteten rene forbrukslån. ”The buck stops here” gjaldt ikke for investeringsbanken Lehman Brothers i september 2008. Etter hvert heller ikke for mange andre amerikanske finansforetak. Og USA gikk inn i sin dypeste nedgangskonjunktur siden depresjonen på 1930-tallet.

Fordi mange av lånene til amerikanske huseiere var blitt spredd over hele verden gjennom såkalt verdipapirisering av dem, det vil si man lager obligasjoner basert på den forventede kontantstrømmen fra disse lånene og selger dem globalt, fikk finanskrisen, med sitt utspring i USA, alvorlige økonomiske konsekvenser for mange andre land. Kompliserte verdipapirstrukturer og derivatposisjoner som ble holdt og handlet av investeringsbanker

³ On more than one occasion President Truman referred to the desk sign in public statements. For example, in an address at the National War College on December 19, 1952 Mr. Truman said, "You know, it's easy for the Monday morning quarterback to say what the coach should have done, after the game is over. But when the decision is up before you -- and on my desk I have a motto which says 'The Buck Stops Here' -- the decision has to be made." <http://www.trumanlibrary.org/buckstop.htm>

⁴ Å beregne tapene her er ikke enkelt. Anslagene her er fra professor Timothy Taylor, <http://conversableeconomist.blogspot.no/2011/10/why-didnt-dot-com-crash-hurt-like.html>

verden over, var så omfattende at bankene (og kundene) mistet oversikten over de reelle mellomværender. Hadde bankene holdt boliglånene i egen balanse, beholdt risikoen og tatt tapene, ville systemet antakelig greid å bære dette.

BOKS 1: "NAKNE" CREDIT DEFAULT SWAPS (CDS) – TRENGER VI DET

Om du har kjøpt en obligasjon, men er engstelig for at utsteder ikke vil makte å innfri den, kan du for kanskje to–tre prosent av pålydende sikre deg en garanti for hovedstolen ved en eventuell konkurs av utsteder de neste 12 månedene. Det er imidlertid mulig å kjøpe en Credit default swap (CDS) som dette produktet kalles, uten å eie obligasjonen. Mange mener at slike "nakne" CDS-er, ikke burde være tillatt. De kan sammenlignes med å kjøpe "brannforsikring på naboens hus, hvilket vil skape klare incentiver for å tenne på det", som det står i Wikipedia.

Kanskje mer relevant er erfaringen med restruktureringen av General Motors i 2009. Eiere av GM-obligasjoner, som hadde mye større posisjoner i CDS-er, fikk incentiv til å te seg slik at GM gikk konkurs. De nådde heldigvis ikke frem.

En annen bekymring er omfanget av markedet. Ved utgangen av 2007 var underliggende verdier i CDS-er på over 60 billioner dollar, eller om lag fire ganger Amerikas BNP dette året. Nakne CDS-er utgjorde hovedtyngden. Ved mislighold kan så store veddemål ha konsekvenser for stabiliteten av systemet. Hvilket det også fikk. AIG – det største forsikringselskapet i USA – hadde solgt CDS-er i bøtter og spann. Da Lehman møtte veggen, dro det med seg AIG. Som myndighetene gikk inn og reddet med et lån på 85 milliarder dollar i første omgang.

Et annet problem med økonomisk vekst tuftet på stadig høyere gjeldsgrad, er vanskelighetene det kan skape for en passende rentepolitikk. Sett at husholdninger og foretak, og gjerne også stat og kommune, har lånefinansiert mye av sin etterspørselsvekst. Over tid har mange blitt stinne av gjeld. I lys av meget lave renter lenge har man ikke sett på dette som noe problem.

Så skyter inflasjonen fart. Landets sentralbank, som har til oppgave å holde prisstigningstakt på et par prosent i året, må sette renten kraftig opp. Gjeldstyngede aktører, både i privat og offentlig sektor, våkner til en blåmandag. Om den nå så meget dyrere gjelden skal la seg betjene, må der brukes mindre penger på andre ting. Samlet etterspørsel etter varer og tjenester går ned. Antall konkurser øker, og sysselsettingen faller.

Men om vi nå antar en lukket økonomi, det vil si ser bort fra utlandet, vil all gjeld i landet være motsvart av tilsvarende fordringer, hva da? Nettogjelden er lik null. Når nettoen er null, kan det da være noe problem med høyere rente gitt at alle, som har lån, i første omgang makter å betjene disse lånene? Ja, om det forholder seg slik – som det gjerne gjør – at de med fordringer er rike, og de med gjeld mindre velbeslåtte, vil høyere rente innebære en overføring

av kjøpekraft fra dem med dårlig råd til dem med god råd. Ettersom fattige folk bruker mer av siste kronen tjent enn rike folk, vil samlet etterspørsel i økonomien gå ned når renten går opp. Over tid kan dette føre til større arbeidsløshet.

Om myndighetene i et land lar en utvikling finne sted der gjeldsgraden rundt baut stadig stiger, kan den rentehevingen som økonomien en gang i fremtiden vil ha behov for, bli vanskelig å gjennomføre. De negative virkningene av høyere rente blir ubehagelig store. Landet er fanget i en gjeldsfelle.

Bak en slik utvikling kan det ligge en skjev inntektsfordeling. De kjøpelystne har for små inntekter. De spareglade har for store inntekter. Om samlet etterspørsel skal være stor nok til å opprettholde full sysselsetting, må de som vil bruke mer penger, låne av dem som vil spare. Et velfungerende kapitalmarked tar seg av dette. Men om kapitalmarkedet ikke fungerer så godt – gjeldsoppbygningen blir større enn det låntakerne makter å bære – kunne man ikke i stedet gjøre noe med inntektsfordelingen? La folk med mindre inntekter få mer.

Det er en utfordring mange mener Kina nå står overfor. I årene som kommer må den økonomiske veksten i Midtens rike baseres mer på vekst i privat forbruk enn på vekst i realinvesteringer og eksport.⁵ Men hvordan få til den nødvendige omfordelingen av inntekt i Kina slik at det private forbruket tar seg kraftig opp? Landets mektige leder, Xi Jinping, er opptatt av dette. Men med fravær av demokrati er det ikke noe parti som kan kjempe gjennom en slik reform. Kanskje Xi Jinpings harde kamp mot korrupsjon også kan sees i lys av behovet for en jevnere inntektsfordeling i verdens mest folkerike land? Hvilket også ville bidra til å styrke legitimiteten av regimet.

Et ytterligere problem med å heve renten, som vi kommer tilbake til om litt, er virkningen en høyere rente kan tenkes å ha for valutakurs og konkurranseevne.

2. Frie kapitalbevegelser forsterker finansielle ubalanser

På slutten av 1980-tallet liberaliserte OECD-landene reglene for flytting av penger mellom land. Man åpnet opp for frie kapitalbevegelser. Slik at folk og foretak fritt kunne kjøpe og selge verdipapirer i andre land. Og bankene kunne hente kapital over landegrensene.

På 1990-tallet ble det stadig mer vanlig å gå over til inflasjonsstyring i pengepolitikken. Snarere enn å innrette sine virkemidler mot å holde en stabil valutakurs, fikk sentralbanker nå i oppgave å se til at prisstigningen i landet var moderat og stabil, gjerne rundt et par prosent. For Norges vedkommende fikk vi inflasjonsstyring i mars 2001, med mål om en årlig prisstigning på 2,5 prosent.

⁵ Det private forbruket i Kina utgjør mindre enn 40 prosent av BNP, mot rundt 70 prosent i Amerika.

BOKS 2: JOHNNY COME LATELY

Det er et paradoks at mange land fikk inflasjonsstyring som retningslinje lenge etter at inflasjonen hadde vært et problem. I Norge var inflasjonsproblemet ute av verden tidlig på 1990-tallet. Norges Banks friere stilling til å sette renten kom høsten 1986. Det var en milepæl. Overgangen til formell inflasjonsstyring halvannet tiår senere klargjorde at sentralbanken nå hadde ansvaret for rentesettingen.

I inflasjonsmålets navn satte sentralbanker – også den norske – renten ned i oppgangstider. Faren for konflikt mellom finansiell og realøkonomisk stabilitet på den ene siden og prisstabilitet på den andre siden, tallfestet ved et inflasjonsmål, var ikke viet nok tanke og oppmerksomhet da konseptet om inflasjonsmål ble unnfanget.

Et tredje utviklingstrekk, i tillegg til frie kapitalbevegelser og inflasjonsmål for sentralbanker, var Kinas inntreden på den globale arena. Særlig markert ble dette da Kina i desember 2001 ble medlem i Verdens handelsorganisasjon. For mange land gav handelen med Kina positive impulser i økonomien. Norge nøt særlig godt av ”Kina-effekten”. Etterspørselen etter olje og gass, og andre råvarer og halvfabrikata som vi produserer, tok seg opp. Det gjorde også behovet for skipsfartstjenester. Prisene på norsk eksport steg markant. Samtidig nøt vi godt av stadig mer billige varer fra Kina. Prisene på norsk import falt. For en gitt mengde eksport, fikk vi mer import. Videre ble den innenlandske inflasjonen dempet ved stadig mer billig import fra Kina.

Sentralbanker som tok sitt inflasjonsmandat på alvor, så seg nødt til å sette rentene ned

Denne siste effekten, som også mange andre rike land opplevde i kjølvannet av den økonomiske utviklingen i Kina, gjorde det vanskeligere å innfri inflasjonsmålet. Sammenlignet med 1980-tallets kamp mot inflasjon, er verden nå snudd på hodet; hvordan unngå at prisstigningstakten blir liggende under måltallet? Sentralbanker som tok sitt inflasjonsmandat på alvor, så seg nødt til å sette rentene ned. Lenger og lenger ned. Helt til gulvet på nullrente var nådd. Som skulle vise seg ikke å være en absolutt nedre grense. Styringsrenten til Riksbanken er nå på minus 0,50 prosent. Og renten på tyske statsobligasjoner med løpetid på inntil fem år, er tidvis negativ. Hvilket betyr at man må betale litt over hundre euro i dag for å få igjen hundre euro om noen år.

Lave – og stadig lavere – renter, kombinert med bankenes uhemmede og ukritiske iver etter å øke sine utlån, førte til at boligprisene skjøt i været. Bekymring for et fremtidig boligkrakk preger nå sentralbanker og myndigheter i mange land. Og har gjort det i flere år. Også aksjekurser frykter mange har steget mer enn det er grunnlag for. En kraftig korleksjon nedover kan man ikke se bort fra, både for boliger og aksjer.

Ved å gå over fra fast til flytende valutakurs ville man beholde kontroll over egne renter, selv med frie kapitalbevegelser. Trodde man. Utviklingen de siste 12–15 årene har vist at så ikke

er tilfelle. Grunnen er enkel. Aktørene i finansmarkedene er mer opptatt av renteforskjeller enn av forventet utvikling i valutakurser. Hvilket gir opphav til det som kalles ”carry trade”; lån der renten er lav og plasser pengene der renten er høy.

Sett at sentralbanken, som også er opptatt av finansiell stabilitet, frykter at raskt økende boligpriser over tid kan føre til et krakk i boligmarkedet. På den bakgrunn hever man styringsrentene. Hva skjer? Kapital strømmer inn i landet. Valutaen styrker seg. Konkurransen svekkes. Og arbeidsplasser kommer i fare. Det var ikke hva man hadde tenkt seg.⁶

Og ikke nok med det; inflasjonsmålet som man allerede ligger godt under, blir ytterligere vanskelig å innfri når egen valuta styrker seg. Bedre da å sitte stille. Ikke hev renten. Prøv heller å temme galopperende boligpriser på annet vis. Hvilket er eksakt ufordringen Sveriges Riksbank i dag sliter med.⁷ Og også Norges Bank, om enn i mindre grad.

I henhold til standard teori vil det i et land som har høyere rente enn et annet, være rom for en depresiering av valutaen. Mer eksakt, valutaen forventes å svekke seg med like mye som renten ligger over renten i det andre landet. For om så er tilfelle, får man samme avkastning på plasseringene i de to valutaene.

Men det motsatte skjer ofte; høy rente går sammen med en appresierende valuta. Man får i pose og sekk. Hvilket betyr at udekket renteparitet ikke holder.⁸

En ting er at det er litt kjipt at teoriene våre ikke holder. En annen ting er at med fravær av udekket renteparitet, blir et system med frie kapitalbevegelser mer ugreit å håndtere. Land som hadde påregnet en viss selvstendighet i rentepolitikken, innser nå at de i stor grad må følge rentene i andre land, en flytende valutakurs til tross.⁹

Se på Norge. I mange år nå har vi vært bekymret for økende boligpriser. Men å ta renten i bruk for å roe ned markedet her, virker helt utenkelig. Snarere er det slik at styringsrentene som Norges Bank fastsetter klart har et siktemål om å virke inn på valutakursen. Som vi jo egentlig i stor grad skulle fri oss fra ved overgangen til flytende kurs sen vinteren 2001.

⁶ Den svenske sentralbanksjefen sa det nylig slik (se referanse og link i neste fotnote):

”När det gäller penningpolitiken behöver vi ta hänsyn till penningpolitiken i omvärlden. Om penningpolitiken i omvärlden blir mer expansiv och den svenska penningpolitiken är passiv stärks växelkursen, och inflationen i Sverige sjunker. Eftersom penningpolitiken i vår omvärld i dagsläget är mycket expansiv behöver vi alltså föra en expansiv penningpolitik även i Sverige för att inte inflationen ska bli alltför låg. Men en mer expansiv penningpolitik bidrar till att hushållens skulder ökar. Då ökar riskerna för svensk ekonomi i stort och riskerna för den finansiella stabiliteten.”

⁷ Se Stefan Ingves [”Bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning ur ett centralbanksperspektiv”](#).

⁸ Valutakursen som man observerer i terminmarkedet, sammenfaller med den kursen udekket renteparitet tilsier. Mer om udekket renteparitet mot slutten av dette notatet.

⁹ Mer om dette i min artikkel [”Vi vet bedre nå”](#), oktober 2015

3. BIS med fokus på kapitalbalansen

Bank for International Settlements (BIS) er en snodig plante. Den betegnes gjerne som sentralbankenes bank. Her møtes de, sjefene for alle de store lands sentralbanker, for å diskutere felles utfordringer og enes om felles regelverk. Et sekretariat står for mye av de forberedende arbeidene. Det snodige med BIS er at det er midt i maktens sentrum, men likevel helt i periferien hva gjelder akademisk posisjon og prestisje.

Lenge har folkene i BIS argumentert for at lave renter lenge ikke ville føre noe godt med seg på sikt. Da finanskrisen rammet, kunne de slå seg på brystet og si: "Hva sa vi." Med utgangspunkt blant annet i Hyman Minskys arbeider fokuserer BIS på kredittsykluser. Det er bølgebevegelser i kredittmarkedene som er av lenger varighet og med større virkninger enn de vanlige "business cycles". Lave renter lenge forsterker kredittsyklusene.

Men i akademiske kretser er ikke Hyman Minsky stueren. I hans arbeider fra 1970- og 1980-årene er ikke aktørene rasjonelle på den måten tradisjonelle økonomer anvender begrepet.

BOKS 3: RASJONELLE ØKONOMER

Rasjonelle forventninger er et begrep som har slått godt an i makroøkonomi. Klart vi har det. Rasjonelle forventninger. Modeller som ikke har aktører med rasjonelle forventninger, blir av mange sett på som dustete og useriøse.

Opprinnelsen til uttrykket er en artikkel fra 1961 av professor John Muth; "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", i tidsskriftet *Econometrica*. Her skriver han: "I should like to suggest that expectations, since they are informed predictions of future events, are essentially the same as the predictions of the relevant economic theory." (Storebroren til John, som heter Richard, hadde jeg i mikroøkonomi på Stanford tidlig på 1970-tallet. "Jeg skulle gladelig gitt ti av mine publiserte artikler for den ene av lillebroren min", husker jeg han sa en gang.)

Rasjonelle forventninger innebærer at aktørene har en oppfatning av verden på linje med hva økonomisk teori predikerer. Men da har jo økonomen som lager modellen, gjort seg selv til konge på haugen. Hans eller hennes oppfatning av hva økonomisk teori sier oss om hvordan verden ser ut, tar aktørene i modellen innover seg. Slik at de oppfører seg slik sirkusdirektøren eller modellmakeren forestiller seg. Men er det den eneste egnede måten å prøve å forstå en omskiftelig verden på?

Thomas Piketty – han med kapitalisme i det tjuetførste århundre, hvor han ser nøye på utviklingen i inntektsforskjellene over tid og over land – har vist en annen vei. Beskrive virkeligheten. Gå til tallene. Se hva de viser. Bruk dem som en plattform av kunnskap å bygge videre på. Robert Solow har lenge sagt det samme. Se nøye på det du skal si noe om. Beskriv det du ser og observerer. Dernest gakk hen til teorien og prøv å forklare det hele.

Den dominerende posisjonen som nyklassisk teori basert på rasjonelle forventninger har, er ikke bra for økonomifaget. Ikke at ikke nyklassiske modeller bestående av folk med rasjonelle forventninger er både sentrale og viktige. Problemet oppstår når man utelukker – eller smiler i skjegget av – andre tilnærminger. Når de som skriver om viktige ting i en annen tradisjon, ikke blir tatt på alvor.

Hyman Minsky (1919–1996) led en slik skjebne. Hans teorier om at kimen til finansielle kriser legges i perioder preget av stabilitet, ser vi i ettertid hadde mye for seg. Men ettersom teoriene hans ikke ble bygget inn i matematiske modeller, ble det heller ikke tatt høyde for dem av andre forskere eller i tradisjonelle lærebøker. Relevansen av hans innsikt forblir til denne dag i ytterkanten av økonomifaget. ”It takes a model to beat a model”, som det heter. Skal du publisere artikler basert på Minskys innsikt og tanker, må du nok som han trolig belage deg på *Nebraska Journal of Economics and Business*, eller lignende.

Hadde folk som Ben Bernanke og Larry Summers kunnet sin Minsky, ville trolige noen bjeller begynt å ringe i det øyeblikket de satte navnet ”The Great Moderation” på perioden fra midten av 1980-tallet og par tiår fremover. At stabilitet avler ustabilitet, står helt sentralt hos Minsky. Med en så lang periode preget av stabilitet og fryd og glede, må det vel ligge noen lik i lasten? Men nei, slik tenkte verken Bernanke eller Summers. I stedet gjorde Larry Summers narr av andre som tenkte slik (blant annet daværende sjeføkonom i IMF, Raghuram Rajan, høsten 2005).¹⁰

Men da finanskrisen rammet, snakket alle med ett om ”the Minsky moment”.

BIS-økonomene, anført av sjeføkonom Claudio Borio, mener at det finansielle systemet er for elastisk. I første omgang ser alt greit ut. I gode tider stiger verdiene på balansene. Man blir mer kredittverdige. Man låner mer. Aktivaene, det være seg foretak, aksjer eller boliger, stiger ytterligere i verdi. Sikkerheten styrkes og man kan øke sin opplåning enda mer. Men om de gode tidene varer ved, kan kredittvurderingene lett bli for slepphendte. Det finansielle systemet forsterker og forlenger oppgangsperioden. Men for mye og for billig kreditt for lenge legger kimen til bobler i aktivamarkeder. Nedgangen som omsider kommer, blir bratt og brutal. Det finansielle systemet virker prosyklisk. Helt i tråd med Hyman Minskys arbeider fra tidligere.

*At stabilitet avler ustabilitet,
står helt sentralt hos Minsky*

Full konvertibilitet for et lands valuta innebærer at man kan kjøpe og selge utenlandsk valuta, ikke bare for handel i varer og tjenester, men også for handel i aktiva. Det være seg finansielle aktiva som aksjer og obligasjoner, eller realaktiva, som fast eiendom i utlandet og eierskap til foretak i andre land. Om elastisiteten i det innenlandske finansmarkedet er mer enn høy nok i

¹⁰ Her er referansen til Rajans tale i august 2005, ”The Greenspan Era: Lessons for the Future”, <https://www.imf.org/external/np/speeches/2005/082705.htm>

utgangspunktet, blir ikke situasjonen bedre ved at utenlandske aktører står klare til å yte mer lån. Resultatet blir det Claudio Borio kaller for ”excess financial elasticity”.¹¹

Forsterker myndighetene disse svingningene? Liberalisering av rammeverk i begynnelsen av gode tider og innstramninger i og etter dårlige tider? Hvordan forvente at aktører skal være rasjonelle når alt tyder på at de som bestemmer rammebetingelsene ikke er det?¹²

Bedre blir det heller ikke når finansmarkedene liberaliseres, og inflasjonsstyring tar over som det rådende pengepolitiske paradigme. På toppen av dette blir Kina i desember 2001 tatt opp i Verdens handelsorganisasjon (WTO). Stadig billigere import fra Kina trekker veksten i konsumprisindeksen ned i andre land. Med mål om at inflasjonen skal være rundt et par prosent i de fleste land, må sentralbanker dermed dra til med en ekspansiv pengepolitikk, det vil si sette rentene ned. Det blir billigere å låne. Prisen på boliger og andre aktiva skyter ytterligere i været. Den inflasjonen vi gjerne skulle sett fant sted i markedet for varer og tjenester, finner vi i stedet i boligmarkedet og i markedet for aksjer og obligasjoner.

Inflasjonsstyring er ingen god rettesnor for pengepolitikken når et vedvarende tilbudssidesjokk er over oss.

Sammenfatningsvis har frie kapitalbevegelser som vi fikk rundt 1990 i alle OECD-land; overgang til inflasjonsstyring som kom noe senere; samt Kinas økonomiske under etter at Deng Xiaoping tok over i 1978, hatt som konsekvens at etablerte penge- og valutapolitiske regimer ikke har tjent oss så godt. Legg til ublue incentiver og umoralsk atferd hos ledere i store banker; slappe ratingbyråer som ble betalt av bankene for å vurdere kredittverdigheten til obligasjoner bankene selv la ut, med utgangspunkt i kontantstrøm fra lån de hadde ytt; samt bømtevis med juks og fanteri,¹³ og finanskrisen som veltet innover oss høsten 2008 blir ikke lenger så vanskelig å forstå. Hva som er vanskeligere å fatte er at det nå i etterkant går så tregt med å få på plass et enklere og mer robust finanssystem.

Videre er det et tankekors hvilke ressurser finansmarkedene legger beslag på. Finurlige veddemål og intrikate finansielle produkter engasjerer mange av de skarpeste hjernene i USA og i andre land. I tillegg kommer hele ”reguleringsindustrien” som tilsvarende krever stadig flere og flinkere folk, og stadig mer avansert datateknologi. Et enklere og strengere regulert finansmarked ville frigjort mange kloke hoder til mer gavnlige virksomhet.

¹¹ BIS Working Paper No 456, [“The international monetary and financial system: its Achilles heel and what to do about it.”](#) Det kom ut i august 2014.

¹² Dette poenget er Tom Erik Styrvold Farnen sitt.

¹³ Som Luigi Zingales (2015) skriver: “An industry does not pay \$139 billion in fines in two years ... if there is nothing wrong.” <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/Finance.pdf>

BOKS 4: MENS VI VENTER PÅ EN STATSMANN

Hvem jeg ville ønske å sitte fast i heisen med en halvtimes tid? Robert Jenkins, Adjunct Professor of Finance ved London Business School (LBS), med mer enn tredve års fartstid som bankmann verden rundt.

I Financial Times i desember i fjor skrev han artikkelen “The long wait for a banker who is statesmanlike”. Artikkelen starter med en lovprisning av John Cryan, nylig tilsatt sjef for Deutsche Bank, som sier han ville jobbe like mye selv om han ble betalt mindre. Og således setter spørsmålsteget ved hele bonuskulturen i bankene.

Uttalelsen var ikke bare forfriskende, skriver Robert Jenkins, den var statsmannsaktig. For så å undre seg over fravær av statsmannsaktig atferd blant toppledere i bankene siden finanskrisen.

Men statsmannsaktig, hvem er det? Han er statsmannsaktig som setter “public good ahead of personal or other immediate interests”, skriver professor Jenkins. Som har uomtvistelig integritet. Og mot til å stå alene. Gjennom ord og handling vil en slik person kunne bli et eksempel til etterfølgelse. Med varig og positiv innvirkning på samfunnet.

Siden finanskrisen har jeg forgjeves ventet på en “banking leader to rise above the fray”, skriver Robert Jenkins. En leder som tar til etterretning at banknæringen har fallert, og som bidrar til reformer som setter “the public good ahead of private gain”.

Mr. Jenkins tar deretter for seg noen mulige kandidater. Jamie Dimon i JPMorgan Chase viste lovende takter tidlig i finanskrisen. Men som senere, snarere enn å kjempe frem nødvendige reformer, bekjempet dem. Og som i 2013 var leder for en banke innringet av skandaler.

Sir Win Bischoff som tok over Lloyds i 2008, på anmodning fra regjeringen, og som gjorde en strålende jobb, unnlot dessverre å mene noe i debatten om hvordan bankvesenet burde reformeres. Det samme kan sies om styreformann John McFarlane i Barclays; en glimrende jobb på hjemmebane, men med manglende villighet å stå frem som en statsmann “for banking more generally”. Men, legger Rober Jenkins til, “He has a platform”.

Hvilket bringer oss tilbake til John Cryan i Deutsche, som ser ut til å være en ”no-nonsense executive” som vet hvordan en bank skal drives. Han vet at

”... risk and reward must be linked; that senior staff must be held accountable, and that their institutions must have sufficient loss-absorbing capital to take the hits when things go wrong, as they inevitably will.”

”Sufficient loss-absorbing capital” – det vil si nok egenkapital i bankene når ting går galt, som de uvegerlig vil. ”The buck stops here”.

Leser dere dette, Rune Bjerke og Idar Kreutzer? Plass til dere i heisen også.

Økonomene i BIS ser på låneopptak og kapitalstrømmer over landegrensene, det vil si ser på *kapitalbalansen*, når de analyserer finansielle ubalanser. En annen tilnærming tar utgangspunkt i strømmen av varer og tjenester mellom land, det vil si har fokus på *driftsbalansen*. Et mye sitert arbeid her er Ben Bernankes foredrag fra 2005 om ”savings glut” i resten av verden som USA endte opp med å akkomodere.¹⁴

Etter finanskrisen i Asia i 1997–1998 ønsket mange land en større beholdning av internasjonale reserver i sine sentralbanker slik at de ved neste korsvei kunne stå bedre rustet til å håndtere et press på egen valuta. Om et land vil øke sine *eide valutareserver*, må eksporten overstige importen. Overskudd på handelsbalansen innebærer per definisjon en akkumulering av aktiva, vanligvis i form av fordringer på andre land. Men om mange land vil ha overskudd på sine driftsbalanser, det vil si er ivrige til å spare (”savings glut”), må andre land være villige til å ha tilsvarende underskudd på sin handel med utlandet, det vil si bruke mer enn de tjener. Bernankes poeng var at USA i stor grad tok på seg den jobben.

Når Amerika lot dollar tilflytte andre land i strie strømmer, som betaling for den delen av import til Amerika som eksport ikke betalte, betød det en overskuddsbeholdning av dollar i andre land. Hva skulle man gjøre med dem? Låne dem ut så klart. Til USA og andre rike land. Med rikelig tilbud på lån fra mange fremvoksende økonomier, i første rekke Kina – men også modne økonomier som Norge, Sveits, Tyskland og Japan hadde store eksportoverskudd – ble rentene i USA og andre land presset ned. Den lave renten bidrog i sin tur til en opptur i priser på realaktiva og obligasjoner i mange rike land. Dermed fremstod sikkerhet for nye lån som meget god. Og galoppen fortsatte.

Historien til Bernanke er grei nok, mener Borio, men den kaster bare lys over en flik av det hele. Finansielle ubalanser er det fullt mulig for et land å skaffe seg selv om handelen med utlandet viser pene overskudd. Se bare på Japan. Som på slutten av 1980-tallet gikk på en finansiell smell av det helt store formatet, til tross for solide overskudd i handelen med utlandet. Hva som gikk skeis var opplåningen internt i Japan, til boliger og fast eiendom, der

¹⁴ Her er link til foredraget som hadde tittelen [”The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”](#)

prisene gikk helt over styr. Og likeens i aksjemarkedet.¹⁵ Finansmarkedene gikk av hengslene uten at man kunne vise til at det skyldtes manglende sparing i Japan sett under ett.

Noe tilsvarende kan det se ut til finner sted i dagens Kina, der overskuddene på driftsbalansen er solide, samtidig som den innenlandske gjelden fortsetter sin raske vekst, fra 130 prosent av BNP i 2008 til over 220 prosent i dag.¹⁶

Man kan delta mye i internasjonale finansmarkeder som låntaker, långiver og formidler av finansielle tjenester uten at dette har noe med driftsbalansen med utlandet å gjøre, minner sjeføkonom Claudio Borio om. Man må skille mellom sparing og finansiering. Sparing for et land har med driftsbalansen å gjøre. Men skal man studere finansielle ubalanser, må man se på andre ting, så som låneopptak og formidling av kreditt. Bruttotallene her kan dekke over usunne tilstander på mikronivå.

Historien til Bernanke ... kaster bare lys over en flik av det hele

Bemerk videre at det ikke er land som treffer beslutninger om gjeld og utlån, det er aktørene i finansmarkedene; folk i bank og finans og kundene deres. Å fokusere på en nettostørrelse som resultatet på driftsbalansen når man skal studere finansielle ubalanser, slik Bernanke gjør i foredraget nevnt over, blir altfor snevert.

En tredje tilnærming til forståelse av finansielle ubalanser, i tillegg til Bernankes og Borios, kan Charles Kindleberger tilby. Som Bernanke tar han utgangspunkt i driftsbalansen med utlandet. Etter hvert som et lands økonomi vokser og i stigende grad har økonomisk samkvem med andre land, vil man gjerne at valutareservene i sentralbanken også skal øke. I hvert fall nok til å betale for mellom tre og seks måneders import.

Hva sentralbanker gjerne vil ha er "safe assets". Øverst på listen for slike står amerikanske statsobligasjoner. Men hvordan få fatt på dem? Overskudd på driftsbalansen med utlandet slik at de ekstra dollarene man ikke trenger for betaling av importen, kan anvendes til kjøp av utenlandske verdipapirer, og da fortrinnsvis amerikanske statspapirer. Med stor etterspørsel etter dem, vil dollaren styrkes samtidig som prisen på statsobligasjoner går opp og renten ned. Sterkere dollar vil legge til rette for svekket konkurranseevne og tiltakende importoverskudd. Det kan i sin tur gi opphav til finansielle ubalanser – nemlig for mye opplåning fra Amerikas side.

Men nå trenger ikke USA å ha underskudd på driftsbalansen med utland for at resten av verden skal få tilgang på flere amerikanske statsobligasjoner. USA kan i stedet utstede slike papirer og bruke pengene til kjøp av andre lands verdipapirer. I så fall er det en ren transaksjon på kapitalbalansen; land bytter verdipapirer. I prinsippet kunne USA lage sitt eget

¹⁵ På to år, fra 1985 til 1987, steg prisen på fast eiendom i Tokyos "commercial districts" med 122 prosent. Den 29. desember 1988 toppet Nikkei – aksjeindeksen i Japan seg – på 38.915. I dag (6. desember 2015), snart 28 år senere, står Nikkei på henimot eksakt det halve, nemlig 19.504.

¹⁶ Se artikkelen "[China's twin challenges](#)" av Adair Turner fra Project Syndicate, 30. november 2015.

Sovereign Wealth Fund (SWF), som vi har vårt Oljefond, basert på kjøp av andre lands verdipapirer med betaling av egne verdipapirer. Til forskjell fra Oljefondet ville det for USAs vedkommende i så fall være en motpost på passivasiden – en gjeldspost – nemlig amerikanske statsobligasjoner i utenlandsk eie. Vårt eget Oljefond er ren egenkapital. Motstykket er overskudd i handelen med resten av verden over mange år.

I dag eier utlendinger amerikanske statspapirer med en verdi på 6.200 milliarder dollar, det vil si 60 prosent av USAs statsgjeld. Videre beløper summen av gjeld og bankinnskudd i amerikanske dollar utenfor USAs grenser seg til om lag 9.000 milliarder dollar. I *The Economist* ymtes det frempå at om en gruppe land med store fordringer i dollar gikk sammen, kunne de lage sitt eget dollarbaserte finansielle system, basert på den sikkerheten og likviditeten som disse midlene representerer.¹⁷ Politisk ville et slikt forslag lande på steingrunn.

4. Rare reguleringer

Med finanskrisen friskt i mente, er det ikke rart at myndighetene i mange land har ønske om bedre oversikt over og kontroll med de store aktørene i finansmarkedene. Et viktig element her er mer egenkapital. Slik at tap kan tas. "The buck stops here."

Men hva skjer? Et system med risikovektete kapitalkrav etableres. Eksempelvis trenger ikke bankene så mye egenkapital på egen bok når de yter lån med sikkerhet i boligen, som de trenger ved utlån til næringseiendom. Hvilket betyr at boliglån kan gis med noe lavere rente enn lån til næringseiendom, idet egenkapital er en dyrere finansieringsformen for bankene enn fremmedkapital.

BOKS 5: MAN KAN BLI SVIMMEL AV MINDRE

Her er pressemelding fra Finansdepartementet fra 22. mars 2013, om nye lovkrav til kapital i bankene.

Etter lovforslaget skal banker ha minst 4,5 prosent ren kjernekapital. Kravet om minst 8 prosent kapital videreføres, slik at det i tillegg blir krav om minst 3,5 prosent annen ansvarlig kapital. Videre foreslås krav om en bevaringsbuffer på 2,5 prosent ren kjernekapital og en systemrisikobuffer som det første året skal være på 2 prosent ren kjernekapital. Summen av det foreslåtte nye minstekravet til ren kjernekapital og bufferkravene pr. 1. juli 2013 tilsvarer nivået på 9 prosent ren kjernekapital. Forslaget til nye krav til ren kjernekapital fra 1. juli 2013 er derfor allerede oppfylt.

¹⁷ Se *The Economist*, Special Report, "[The sticky superpower](#)", October 3rd 2015.

Etter lovforslaget skal systemrisikobufferen for alle banker øke fra 2 prosent til 3 prosent ren kjernekapital fra 1. juli 2014, slik at det samlet blir krav på til sammen 10 prosent ren kjernekapital fra 1. juli 2014. Videre foreslås det at en egen buffer for systemviktige banker (som er spesielt viktige for økonomien), skal legges på med 1 prosent pr. 1. juli 2015 og 2 prosent pr. 1. juli 2016. Økningen i systemrisikobuffer og det særskilte bufferkravet for systemviktige institusjoner vil kunne kreve en gradvis økning av kjernekapitaldekningen utover det nivået de aktuelle bankene og holdingforetakene har i dag. Norske banker hadde pr. 31.12.2012 samlet sett litt over 11 prosent ren kjernekapital etter en økning på over 1 prosentpoeng i løpet av fjoråret.

I tillegg til de konkrete lovkravene som foreslås lovfestet, foreslås det også hjemmel til å gi regler om en motsyklisk kapitalbuffer på mellom 0 og 2,5 prosent ren kjernekapital. Denne fastsettes i forskrift, og nivået skal tilpasses konjunktursituasjonen og etter råd fra Norges Bank i samarbeid med Finanstilsynet. Lovforslaget inneholder også krav til rapportering av uvektet kjernekapitalandel, samt utvidede lovhjemler for å kunne gjennomføre andre regler om kapital og likviditet mv. som blir gjort gjeldende i EØS-området, det vil si resten av CRD IV.

Ren kjernekapital, annen ansvarlig kapital, bevaringsbuffer, systemrisikobuffer, buffer for systemviktige banker, motsyklisk kapitalbuffer – se det er noen av begrepene bankfolk må holde orden på for å etterleve myndighetenes krav. Man kan bli svimmel av mindre. Enda dette bare er for peanøtter å regne hva gjelder reguleringer og forskrifter.

Da skulle du heller se på Dodd-Frank, som loven om reformen av finansmarkedene i USA heter. Hensikten er prisverdig:

“To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, ...”.

Men gjennomføringen er krevende:

“The Act is categorized into sixteen titles and, by one law firm's count, it requires that regulators create 243 rules, conduct 67 studies, and issue 22 periodic reports.”¹⁸

Hvordan skal så vektene for egenkapital til bankene for ulike typer utlån beregnes? I utgangspunktet fastsatte myndighetene vektene. For større banker med avanserte systemer for overvåkning av egen balanse ble det gitt anledning til selv å beregne disse vektene. De regulerende myndigheter gav fra seg kontrollen av et viktig virkemiddel. Og resultatet lot ikke

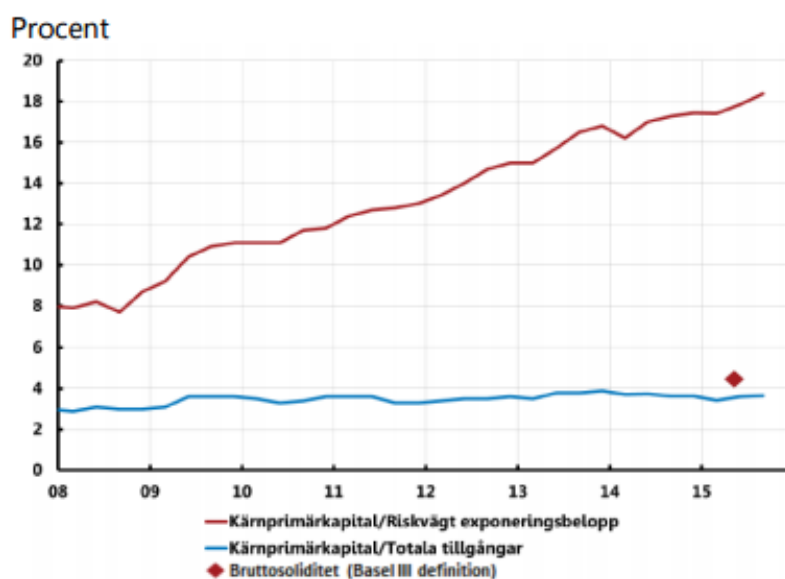
¹⁸ https://en.wikipedia.org/wiki/Dodd%E2%80%93Frank_Wall_Street_Reform_and_Consumer_Protection_Act

vente på seg; vektene som bankenes egne modeller gav, lå klart under de vektene myndighetene tidligere hadde lagt til grunn.¹⁹

For å bøte på denne tendensen til stadig lavere egenkapitalandel fant myndighetene det rimelig å innføre nye krav til kapitaldekningen ved et mer finmasket sett av regler, se boksen over. Hvordan har det gått? Med alle disse nye kapitalkravene har vel egenkapitalandelen beregnet på gammeldags vis gått markant opp? Nemlig egenkapital i prosent av forvaltningskapitalen. Det som i figuren under heter bruttosoliditet, og gjelder for svenske storbanker.²⁰

Kjernekapitalen i forhold til risikovektet utlån har gått fra 8 prosent til 18 prosent i de svenske storbankene. Samtidig som egenkapital i prosent av forvaltningskapitalen har ligget flatt på litt under fire prosent. Hvilket betyr at bankene har lyktes med å vekte ned sine aktiva i samme takt som kapitalkravene har økt.

Diagram 10. De svenska storbankernas kärnprimärkapitalrelation och bruttosoliditet



Anm. Den blå linjen visar kärnprimärkapital i förhållande till totala tillgångar och skiljer sig därför från Baselskommitténs definition av bruttosoliditet

Källor: Bankernas resultatrapporter och Riksbanken

¹⁹ Tall for vektning av boliglån spriker kraftig de svenske bankene imellom. Fra 7 prosent for Handelsbanken og Swedbank til 17 prosent for SEB. Hvilket betyr at SEB må ha mer enn dobbelt så mye i egenkapital på egen balanse ved boliglån enn de to andre bankene.

²⁰ [Bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning ur ett centralbanksperspektiv](#)

Bemerk at svenske "kärnprimärkapital" tilsvarer "ren kjernekapital" på norsk (Common equity tier 1 på engelsk), dvs. kjernekapital fratrukket hybridkapital.

”Plus ça change, plus c'est la même chose”. På norsk: Alt endres (den stigende kurven), og alt er det samme som før (den vannrette kurven).

Egentlig ganske skremmende. Et enormt arbeid settes i gang for å sikre mer solide banker. I første omgang ser det ut for at man lykkes, se den stigende kurven. Men ved nærmere ettersyn er soliditeten regnet uvektet uforandret. På den bakgrunn arbeides det i BIS med å få ”leverage ratio” på tre prosent med i reguleringene, det vil si at på uvektet basis skal alle banker ha minst tre prosent i egenkapital. Hvilket fremstår som latterlig lavt. Både i lys av finanskrisen vi har i ferskt minne. Og i lys av konsekvensene av bankkonkurser for et lands økonomi og velbefinnende.

Alt endres, og alt er det samme som før

Hvordan påvirker dette kompliserte regelverket bankenes tilpasning? Sett utenfra og på litt avstand skjer dette: Finansnæringen får et differensiert sett av vekter til egenkapital som bankene selv må ha, for ulike typer utlån. Med mål om høyest mulig avkastning på egenkapitalen – noen banker opererer med avkastningskrav på 12–15 prosent, hvilket er en invitasjon til stor risikotaking²¹ – vis utlån over dit hvor kravene til egenkapital er lave. Et regelverk som var ment å gi et mer solid bankvesen og å bidra til en bedre fordeling av kapital og av risiko, kan ende opp med å skape uheldige og uforutsette vridninger i markedet.

BOKS 6: PØLSEBOD VERSUS NORSK HYDRO

Begrunnelsen for lavere egenkapitalkrav i banken for utlån til Norsk Hydro fremfor utlån til en pølsebod er at risikoen for at pølsebodeieren ikke betjener lånet er større enn at Hydro ikke gjør det. Men her svikter logikken. Større risiko ved pølsebod enn ved Norsk Hydro skal banken ta høyde for ved å kreve høyere rente av pølseboden. Det er jo derfor vi har banker – at de har absolutt fortrinn i å vurdere kredittverdighet. For på den bakgrunn å prise kreditt til låntaker. Trenger ikke noen differensiering i egenkapitalkrav til banken avhengig av hvem låntakeren er.

Dessuten er det ikke gitt at pølseboder er mer risikofylte å låne penger til enn Norsk Hydro. Selv om det har vært slik historisk. Kinas inntreden i aluminiumssektoren har kastet tingene om kull. På seks år har den kinesiske aluminiumsproduksjonen blitt tredoblet. Landet står nå for 56 prosent av den globale produksjonen. Fra å være en stor importør er Kina nå en nettoeksportør. Det var ikke hva Norsk Hydro hadde ventet seg.²²

²¹ Risikoglade investorer skal ikke eie banker. Hvorfor det? Fordi store banker ikke bør gå konkurs. Se mitt månedsbrev for januar 2015, [”Hvem skal eie bankene?”](#)

²² Kilde for de to grafene som følger: Financial Times, Big Read. Aluminum, 11 August 2015.

I Norske Skog vet man litt av hvert om hvordan det kan gå når Kina hiver seg på og bygger ut kapasiteten. Avispapir var det den gangen. For Norske Skog betød det kroken på døra. Sparebøsser til norske skogeiere gikk tom. Nå er det aluminium.

China drags down the aluminium market...



Source: Thomson Reuters Datastream

FT

...as its producers increasingly turn to exports



Source: Haver Analytics

FT

Informasjonen i historiske tall er ikke nok for vurdering av den usikkerheten fremtiden har å by på. Bedre med skikkelig robuste banker, stinne av egenkapital, som tåler store tap, enn et finstyrt bankvesen der det ikke er en krone for mye i egenkapital. "The buck stops here".

Mer generelt, lån til foretak og sektorer med lave eller ingen krav til egenkapital i bankene, vil bankene lett prioritere. Men om det over tid fører til høyere gjeldsgrad i disse foretakene, stiger risikoen for at lånene ikke kan betjenes. I så fall bør bankene bli pålagt høyere egenkapitalkrav på egen bok ved ytterligere utlån. Kompleksiteten baller på seg.

BIS vil nå ha krav til egenkapital i banker ved kjøp av statsobligasjoner. De ble i sin tid ble sett på som risikofrie, og derfor uten krav til egenkapital på bankens hånd. Trolig vil det blir differensierte krav til egenkapital i bankene ved kjøp av statsobligasjoner, avhengig av landet som låner pengene. Videre kan det bli rom for regler som gjør at egenkapitalkravet på statsobligasjoner i bankenes bøker kan varieres over konjunktorene.

Nylig foreslo Alan Greenspan å la alle typer utlån ha samme krav til egenkapital i banken, for eksempel 20 prosent.²³ Motviljen bankene selv har mot en dobling eller mer av egenkapitalen – nemlig at da vil bankenes utlån og inntekter lide – holder ikke, sier den tidligere sentralbanksjefen i USA. Historien viser at en gradvis økning av egenkapitalen vil gå sammen med en noe høyere rentemargin og noe større inntekter for bankene. Hvilket vil sikre eierne av bankene en rimelig avkastning.

²³ ["More capital is a less painful way to fix the banks"](#), Financial Times, August 17, 2015

Mer solide banker vil i neste omgang ta ned behovet for de detaljerte og kostnadskrevende reguleringene som bankene nå lever under. De vil dermed kunne konsentrere seg mer om sin primære oppgave, fremholder Greenspan, nemlig bidra til ”å kanalisere sparingen i landet til finansieringen av de potensielt mest produktive investeringene.”

”Gjør alt så enkelt som mulig”, sa Albert Einstein, som det nå akkurat er hundre år siden kom opp med sin revolusjonerende relativitetsteori, ”men ikke enklere”. I finansvesenet kan det se ut for at de fleste aktørene, både på privat og statlig hold, ikke har tatt høyde for denne innsikten. Det er dumt og overraskende. Dumt, fordi kompleksiteten i finansvesenet gir bråtevis av uønskede og uventede effekter. Eller som tidligere sjeføkonom i BIS, William White, nylig sa det:

”I think that central bankers and other policy makers should be ... much more aware of how little we really understand, or indeed *can* understand, about how the economy works”.

Som en konsekvens av dette, legger White til, ”comes a significant potential for unintended consequences.”²⁴

Og overraskende, fordi finansvesenets yppersteprester – sentralbankene – ikke nok kan få fremhevet betydningen av ”transparency” og ”accountability”.²⁵ Tiltakende kompleksitet svekker gjennomsiktigheten. Noe som i neste omgang gjør det vanskelig å vite hvem som har ansvaret for hva.

Hva forteller dette om dem som regulerer og om dem som blir regulert? At de graver seg ned i en verden der de egentlig trives, folk fra begge sider? Mye å drive med. Spennende. Godt med penger å tjene. Men tjener det samfunnet? Sentralbankfolk som liker accountability and transparency, burde ikke de også omfavne begrepet simplicity? Om man tar kravet om gjennomsiktighet og ansvarlighet på alvor, følger det ikke da at man må etterstreve enkelhet? Dodd-Frank-loven i USA har åpenbart ikke tatt dette innover seg, se Boks 4. Hva med oss i Norge?²⁶

²⁴ [”False beliefs and unhappy endings”](#), 24 August 1014

²⁵ Med ”transparency” forstår vi gjennomsiktighet, at tingene ligger åpent og tilgjengelig i dagen. Begrepet ”accountability” rommer flere ting, som ansvarlighet, redelighet, vilje til åpenhet og innsyn, blant annet i regnskapsføringen.

²⁶ Tidligere sjef for Finanstilsynet har dette å si om saken: ”Det er fare for at regelverket blir så komplisert at det ikke tjener sitt hovedformål; å gjøre bankene reelt sett mer solide. Med så mange elementer med ulike definisjoner og beregningsmåter blir det vanskeligere for både bankenes styrer, tilsynene og markedet å vite hvordan man ligger an.”

5. Trilemmaet som var et dilemma

I internasjonal økonomi er det standard vare at man kan velge mellom to av tre ”goder”; frie kapitalbevegelser; fast valutakurs; og en egen rentepolitikk. Men slik er det ikke. Og grunnen er enkel. Hypotesen om udekket renteparitet holder ikke. Om den hadde holdt, i hvert fall sånn noenlunde, vil land med høy inflasjon og høy rente erfart en depresierende valuta. Videre ville renteendringer hatt liten betydning for valutakursen.

Konsekvensen av at udekket renteparitet ikke holder, annet enn på temmelig lang sikt, er dramatisk for det enkelte lands pengepolitikk. Som Hélène Rey har påvist, innebærer manglende holdbarhet av udekket (eller åpen) renteparitet at man må ha kontroll på kapitalbevegelserne for i det hele tatt å kunne styre rente eller valutakurs. Trilemmaet har klappet sammen til et dilemma. Vil du ha en egen pengepolitikk, må du også begrense kapitalbevegelserne kraftig:

“Whenever capital is freely mobile, the global financial cycle constrains national monetary policies regardless of the exchange-rate regime. The global financial cycle thus transforms the trilemma into a 'dilemma' or an 'irreconcilable duo'. Independent monetary policies are possible if and only if the capital account is managed, directly or indirectly.”²⁷

BOKS 7: UDEKKET RENTEPARITET HOLDER IKKE

La ettårs-rentene i Norge og i Tyskland være like. Vi vet da at terminkursen ett år frem i tid er lik spotkursen. La videre prisen på én euro være åtte kroner. Sett nå at Norges Bank i denne situasjonen hever renten med ett prosentpoeng (som er fryktelig mye). Med utgangspunkt i hypotesen om at det beste estimatet for den fremtidige valutakursen er dagens kurs, som står seg meget godt rent empirisk, vil en slik renteheving fra Norges Banks side føre til en umiddelbar appresiering av kronen på åtte øre, gitt en investeringshorisont på ett år. Med fire øre om investeringshorisonten er et halvt år.

Med den langt mer vanlige foreteelsen at renten i Norge heves med 25 basispunkter, vil spotkursen styrke seg med to øre med en investeringshorisont på ett år, og med ett øre med horisont på et halvt år.

Men er det slik? Nei. Valutakurser går helt veggimellom selv ved de minste rørelser i renter som sentralbanker fastsetter. Eller ved forventninger om endringer i renten. Hva skyldes det? Det skyldes at investorer er mer opptatt av hva andre investorer mener enn hva de selv kommer frem til ved en grundig og sober analyse.

²⁷ Se Hélène Reys notat: [“Dilemma not Trilemma: The global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”](#)

Keynes' berømte skjønnhetskonkurranse fanger opp dette poenget bedre enn noen. Se for deg en helside i avisen med bilde av hundre, vakre kvinneansikter. Sjanse for premie for deg om du gjetter rett på hvilket ansikt som vil få flest stemmer som det vakreste. Etter å ha tenkt litt over saken blir det klart at hvem du genuint synes er penest, er mindre relevant. Det er det ansiktet du tror at folk flest finner vakrest, som er det relevante. Eller hva du tror at folk flest tror at folk flest synes. Og så videre.

Begrenser ("constrain") et lands pengepolitikk, hevder Rey, men umyndiggjør den ikke. Når oljeprisen faller som en stein, har vi i Norge fordel av egen valuta som svekker seg kraftig.

Vil du ha en egen pengepolitikk, må du også begrense kapitalbevegelsene kraftig

Tilsvarende ville krisen i den greske økonomien latt seg bedre håndtere med drakme som egen mynt snarere enn med euro som felles mynt. Legg til at felles mynt muliggjorde de uforsvarlige, store låneopptakene som dannet bakteppe for krisen, og prosjektet felles mynt i Europa fremstår som en uhemmet fadese.

Inntil nylig har Kina begrenset kraftig mobiliteten eller "flyttbarheten" av penger ut og inn av landet. Følgelig har Midtens rike kunnet styre sin valutakurs og samtidig hatt rimelig kontroll med rentene. Nå som den kinesiske renminbi (RMB) etterstrever å bli tatt opp i valutakurven som definerer SDR – Pengefondets egen valuta- eller avregningsenhet – har kineserne myket opp reglene for flytting av penger ut og inn av landet. Noe som USA i mer enn et tiår har mast om, primært ut fra hypotesen om at det ville føre til en sterkere renminbi.

Men det motsatte skjer. I stria strømmer strømmer kapital ut av Kina – bare i løpet av noen måneder har valutaeservene falt fra 4.000 milliarder dollar til 3.200 milliarder dollar, og det til tross for overskudd på driftsbalansen. Resultatet er en klar svekkelse av den kinesiske valutaen hvilket gjør tilværelsen surere for amerikanske foretak som konkurrerer med kinesiske. Neppe hva amerikanerne i sin tid hadde forestilt seg.

Med den ledende globale valutaen fører USA an i den globale pengepolitikken. Det er både skremmende og nesten uvirkelig hvordan utsagn fra sjefen i Fed kan virke direkte og brutalt inn på andre lands økonomiske tilstand.

Det mest dramatiske eksemplet er den såkalte "tapering speech" som Ben Bernanke holdt i mai 2013. Hvor han annonserte at omfanget av kvantitative lettelsler trolig ville bli dempet noe i en ikke altfor fjern fremtid. Mindre dollarlikviditet tilført markedet, tenkte markedet, vil en gang i fremtiden drive renten noe opp. Det skjønner alle. Hvoretter renten umiddelbart skjøt kraftig i været. Med den konsekvens at formueseiere (og formuesforvaltere) sendte penger "en masse" til USA, på jakt etter den høye renten. Hvoretter dollaren styrket seg kraftig. Samtidig som mange fremvoksende markeder fikk store problemer ved utstrømningen av kapital som de opplevde.

Situasjonen som vi i dag har, der Den europeiske sentralbanken (ECB) ligger an til fortsatte lettelser i pengepolitikken, mens Fed er i ferd med å stramme til, ville ikke vært noe problem om bare standard teori lot seg gjenfinne i virkeligheten. Med flytende kurs mellom verdens to ledende valutaer ville en heving i amerikansk rente relativt til europeisk, bare ført til en midlertidig appresiering av dollaren, som i sin tur ville skape rom for en etterfølgende depresiering av den amerikanske valutaen.

Kapitalen går i flokk

Men verden er ikke slik. Kapitalen går i flokk. Med et internasjonalt, sammenvevd bankvesen, der muligheten for "leverage", det vil si lånebasert ekspansjon, er stor, blir utfordringene for sentralbanker og myndigheter for øvrig enda mer krevende.

Måten å møte dette på? Heve kravene til egenkapital i bankene og på den måten ta ned "leverage". Eller som Hélène Rey sier det:

“... a sensible policy measure is to cut structurally the ability of financial intermediaries to be excessively procyclical by putting a tougher limit on leverage. With such a straightforward tool, one would ... help make the macro prudential policies ... more robust. Errors of judgement by supervisors, ..., CEOs and boards are likely in our excessively complex financial and regulatory environment. Tougher leverage ratios are a sensible way to decrease the (verifiably huge) cost of these errors, without imposing any large costs, if any, on the real economy.”

Tøffere egenkapitalkrav er måten å møte et stadig mer komplisert finansmarked på, mener Hélène Rey. Hvilket vil begrense elastisiteten i bankenes kredittgivning, og dermed ta ned den prosykliske atferden bankene så lett bidrar til.

Videre vil høyere kapitalkrav gjøre bankene bedre i stand til å tåle tap. "The buck stops here."

14. mars 2016

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