

Etter finanskrisen

Bankene truer Europas demokratier

Finansmarkedene fremstår som en ny supermakt som har overtatt makten i Europa. Markedene har ikke tillit til politiske løsninger, og har fremtvunget flere demokratiske regjeringers fall. De europeiske nasjonalstatene er for svake til å tøyle både finansmarkedene og de bankene som er for store til å gå konkurs. Europas ubestridte leder, den tyske forbundskansler Angela Merkel, har innsett at en føderal løsning er det eneste alternativet til en forverring av gjeldskrisen og en oppløsning av eurosamarbeidet.

Det europeiske prosjektet og de europeiske demokratiene står overfor sin verste krise på flere generasjoner. De siste årenes nødløsninger og redningspakker fra EU-landenes stats- og regjeringssjefer har slått feil. Dette var den brutale erkjennelse som den tyske forbundskansler **Angela Merkel** måtte sette ord på under CDUs partilandsmøte i Leipzig i forrige uke.

– Europa står midt oppe i den antagelig verste krisen siden 2. verdenskrig. Dersom euroen faller, så faller Europa, sa Angela Merkel.

I verste fall befinner Europa seg på kanten av en langvarig depresjon med flere år med lav eller negativ vekst, noe som i så fall bare kan forverre den statsgjelds-

«Et sentralt punkt i en reform av systemet må være å splitte opp de megabankene som dominerer i markedet, og som holder vår økonomi som gissel. Megabankene er i blitt så store at de forurenser den globale økonomien, og deres mulige sammenbrudd truer stabiliteten i hele systemet»

Simon Johnson, ex IMF

krisen som en rekke av EU-landene er offer for. Store euroland som Spania og Italia risikerer å bryte sammen under presset fra de globale finansmarkedene. Økende mistillit til blant andre Frankrikes statsobligasjoner førte i forrige uke til økte renter, og rentene på franske statsobligasjoner er nå dobbelt så høy som på de tyske.

– Suveren statsgjeld har mistet sin status som de tilsynelatende urisikable gjeldspapirene, sier **Hervé**

Hannoun, som er visedirektør i sentralbankenes internasjonale sammenslutning, BIS.

Markedet har, som en anonym kraft, hevet seg over de nasjonale demokratiene, og er blitt som en ny supermakt som presser de demokratisk valgte politiske ledere på defensiven. Dette er ikke lenger bare en økonomisk krise, det er i ferd med å utvikle seg til en demokratikrise i Europa. Finansmarkedenes store investorer, kapitalfondene og bankenes analytikere har på bred front ikke lenger tillit til de politiske lederne. De stoler ikke lenger på at de søreuropeiske regjeringene kan trosse den økende misnøyen blant befolkningen og løse gjeldskrisen.

– Det er en tillitskrise. Investorene har ikke tillit til at eurosonen kan løse problemene. De leter etter det sikreste stedet å plassere pengene, og i dag er det Tyskland. Alt annet lider, sier **Elwin de Groot**, senior markedsøkonom i nederlandske Rabobank, til Bloomberg.

Krisen lar seg ikke løse kun ved å rydde i statsbudsjettene. En slik ryddesjau kan fort ta flere år, og selv **Mario Montis** nye teknokratregjering i Italia måtte tåle at renten på tiårige italienske statsobligasjoner steg til over 7 prosent. Hvis utviklingen fortsetter kan landet stå overfor betalingsstans.

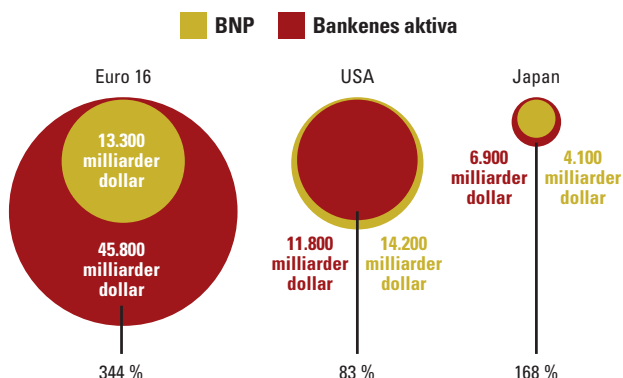
Også den nye regjeringen i Spania får en tøff start. Spekulasjonspresset har økt, og renten på tiårige spanske statsobligasjoner er med snau 7 prosent også oppe i det rødmerkede feltet. Spania har en betydelig lavere statsgjeld enn Italia, «bare» 68 prosent av BNP, men den økonomiske krisen er langt mer dyptgripende.

Nødløsningene fra de europeiske stats- og regjeringssjefene har så langt ikke vært tilstrekkelige. Og selv med sist ukes avtale mellom den amerikanske og de europeiske sentralbankene om å lette på kredittene, kan man risikere at de neste politiske redningsforlagene kan bli grøftekjørt av finansmarkedene. Den europeiske sentralbanken har de siste ukene foretatt massive støttekjøp, og den nye sentralbanksjefen, italienske **Mario Draghi**, har senket renten, men effekten på pasienten har kun vært kortvarig. Det er fremdeles traktatsmessige og markedsmessige grenser for hva han kan foreta seg uten å underminere tilliten til sentralbanken. ECB kan ikke fungere som en siste redningsplanke, slik vanlige sentralbanker kan. Draghi kan ikke utstede eurobonds eller sette i gang seddelpressene, fordi Tyskland, som har bitre erfaringer

Det europeiske problem

Figur 1

Bankenes aktiva i forhold til BNP. I milliarder dollar.



En overdimensjonert banksektor gjør finanskrisen til et langt større problem i Europa enn i resten av verden.

Kilde: European Banking Federation og Institute of Global Finance, 2010.

med hyperinflasjon, simpelthen ikke vil akseptere det. Og markedet vil antagelig heller ikke ha den største tiltroen til eurobonds, hvis de ikke understøttes av en felles europeisk finanspolitikk og et økt skattenivå.

Rentespennet mellom tiårige EFSF-obligasjoner og den tyske Bund er nå på 177 basispoeng, og kredittvurderingsbyrået Moodys har reist tvil om det europeiske redningsfondet EFSF vil være i stand til å tilby obligasjoner som er billige nok i markedet.

EUs finanskommissær, finske **Olli Rehn**, forventes å legge frem et forslag til hvordan man kan utvide lånemulighetene for EFSF. En slik idé vil bli møtt med motstand fra Angela Merkel, som er mot en sosialisering av den europeiske risiko uten å ha en sterk, politisk union i ryggen. Forslaget kan derfor vise seg å bli en tidsbegrenset nødløsning, og mange markedsanalytikere sammenligner forslaget med de amerikanske subprimelånene, bortsett fra at det nå er gjeldstyngede stater som er garantister.

Det er ingen grunn til å tro at man løser de underliggende problemene ved bare å utstede enda flere gjeldsbrev. Den politiske ledelsen i Europa er nødt til å ta tak i de underliggende strukturene og sikre en annen form for regulering av finansmarkedene, dersom demokratiene skal gjenvinne kontrollen.

Bankfolk overtar makten

Etter 1980-tallets markedsliberaliseringer og årelang ekspansjon er finansmarkedene blitt så mektige at

spekulasjonspress og –trusler er i stand til å velte demokratisk valgte regjeringer i kriserammede land som Italia og Hellas, til fordel for teknokrater med bakgrunn i banksfæren. Dette skjedde nylig, da den tidligere nestsjefen i ECB, **Lucas Papademos**, dannet regjering i Hellas, og den tidligere EU-kommissæren Mario Monti etterfulgte **Silvio Berlusconi** i Roma. De er begge utdannede økonomer fra USA og de har – både direkte og indirekte – forbindelser til den mektige amerikanske investeringsbanken Goldman Sachs. Lucas Papademos har ikke vært ansatt i Goldman Sachs, men han var sjef for den greske sentralbanken fra 1994 til 2002, da Goldman Sachs ved hjelp av komplisert handel i derivatmarkedet hjalp den greske regjeringen til å kamuflere landets betydelige statsgjeld. Mario Monti var visepresident i Goldman Sachs i Europa fra 2002 til 2005, da banken hjalp den greske staten med å sminke sine gjeldsposter.

De to bankmennene kan være et midlertidig svar på landenes gjeldsproblemer dersom de to teknokratregjeringene gjennomfører beinhard spareplaner som de folkevalgte ikke vil sette ord på, av frykt for å miste makten.

Men maktskiftet i Hellas og Italia understreker hvordan finansmarkedets innflytelsesrike nettverk kan gjøre sin innflytelse gjeldende i en grad som tidligere har vært umulig. Årsaken er at det i en årrekke har skjedd en «finansialisering» av økonomien. Banksektoren har vokst seg så stor, kompleks og dominerende i den globale og europeiske økonomien at Europas fremtid er avhengig av finanssektorens gjøren og laden.

Flere av de systemmessig viktige europeiske forretningsbankene står i fare for å bli revet med i et fall, og de sliter med manglende likviditet og solvens. Da den globale finanskrisen brøt løs i 2007-2008, kom statene til bankene med gigantiske hjelpepakker. Nestsjefen i den engelske sentralbanken, **Andrew Haldane**, har påpekt at 90 prosent av pengene gikk til de 145 store bankene som på verdensplan kontrollerer opp mot 85 prosent av kapitalen i de 1.000 største bankene. Men statene har ikke lenger råd til å hjelpe bankene på samme måte som de gjorde i 2008.

«Finansialiseringen» av økonomien er skjedd parallelt med at det har vokst frem banker i Europa som er så store at de ikke kan gå under, der den enkelte bank sitter på aktiva som er større en enkelte av nasjonalstatenes BNP. Dette er banker som er blitt for store for nasjonalstatene, og dersom de går konkurs vil de trekke hjemnasjonenes økonomi med i fallet. Og de aller største av disse bankene er nå blitt så store og har et så

vidt forgrenet globalt nettverk at de kun kan reguleres på tvers av landegrensene, for eksempel: Franske BNP Paribas, sveitsiske UBS, nederlandske ING, fransk-belgiske Dexia og Nordea.

De siste tiårene har de europeiske demokratiene vært vitner til en raskt økende økonomisk maktkonsentrasjon. Ved begynnelsen av det 20. århundre hadde de tre største britiske bankene aktiva tilsvarende 7 prosent av landets BNP. Ved midten av århundret var tallet steget til 27 prosent. Og da krisen var et faktum i 2007, var prosentsatsen steget til 200 prosent av BNP, ifølge OECD.

Megabanker forsterker krisen

Ingen politiker i Europa har tatt seriøse skritt i retning av å reformere banksektoren for å begrense megabankenes makt og dominans, for eksempel ved tvungen oppsplitting eller oppløsning, noe som skjedde med Glass-Steagall-lovene i USA under depresjonen på 1930-tallet.

Og dette har sin pris. Visedirektøren i OECDs finansavdeling, **Adrian Blundell-Wignall**, hevder at bankvesenet er dominert av oligopoler som ikke bare har skadet konkurransesituasjonen, men som også har vært en kriseforsterker.

– Den oligopoliske strukturen i bankvesenet har antagelig bidratt til finanskrisen. Strukturen innebar at mange banker ble oppfattet som så viktige for systemet at det begrenset markedsdisiplinen og førte til «moral hazard», der de tok for store risiki, fastslo Blundell-Wignall i en rapport til G20 i august (se figur 1).

Det er skattebetalerne som, via de statlige støtteordningene og bankgarantiene, har betalt regningen. Og

«Det er en tillitskrise. Investorene har ikke tillit til at eurosonen kan løse problemene. De leter etter det sikreste stedet å plassere pengene, og i dag er det Tyskland. Alt annet lider»

Elwin de Groot, Rabobank

de stadig større bankene har heller ikke bidratt til å sikre en bedre allokering av investeringskapitalen. Som Blundell-Wignall konstaterer, har finanssystemet vært for dårlig til å «få pengene til å tilflyte prosjektene som genererer den beste verdien for økonomien», noe som «har bidratt til den verste økonomiske vekstperiode i enkelte av de vestlige landene i etterkrigstiden».

Enkelte av storbankene har på den annen side vært sterkt opptatt av å tjene penger på handelen med finansielle papirer og derivater. Og noen av dem, blant

andre Deutsche Bank, har endret seg fra å være klassiske forretningsbanker til i økende grad å operere som investeringsbanker. Atter andre er så sterkt eksponert at de raskt kan slippe opp for kapital dersom markedskursene utvikler seg i negativ retning (se figur 2).

Deutsche Bank og UBS har eksponert egenkapitalen 35 ganger, mens franske BNP Paribas og britiske Barclays er nådd opp i 25 ganger. Denne høye eksponeringen er blitt brukt som en løftestang for en aggressiv markedseksponering, men den har også mangedoblet markedsrisikoen. I sommer konkluderte den europeiske stresstesten med at den fransk-belgiske banken Dexia var en av de best kapitaliserte bankene i Europa. Men det gikk ikke mange ukene før banken kollapset. De gjentatte, europeiske stresstestene av bankene har ikke avslørt hvor eksponert de i realiteten er. Men også dette har sin forklaring. Ifølge de såkalte Basel II-reglene har bankene selv lov til å bruke skjønn for å fastsette den aktuelle markedsverdien på aktiva og gjeldspapirer.

Derivater = risiko

Her står politikerne overfor en økende spekulasjon i sofistikerte finanspapirer, de såkalte derivatene, som har vokst eksplosivt i utbredelse i løpet av det siste tiåret. Verdien av utestående papirer i den globale derivathandelen er for øyeblikket over ti ganger så stor som det globale brutto nasjonalprodukt. Derivathandelen skulle bidra til å bedre risikostyringen ved å gi investorene anledning til å betale en annen- eller tredjepart for å gardere seg mot fremtidige svingninger i renter, valutakurser, råvarepriser og lignende. Men i stedet for å spre risiko har mange spekulert i stor stil uten å ha egenkapital til å dekke sine posisjoner. Derivathandelen har økt den gjensidige sårbarheten i det globale finanssystemet.

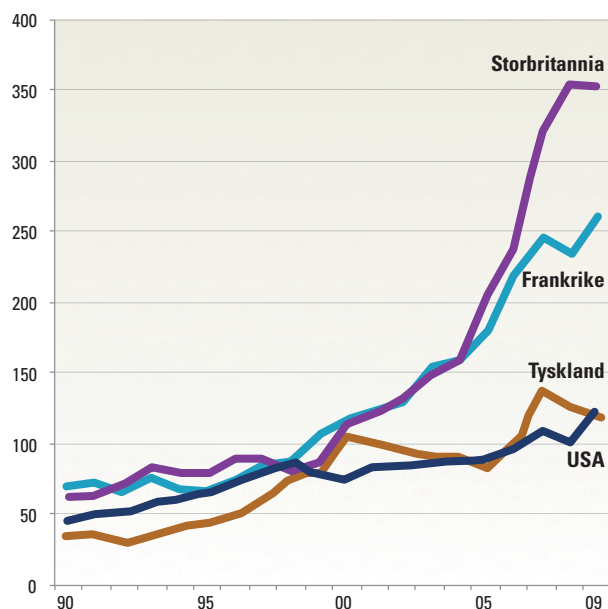
Derivathandelen spilte en betydelig rolle i subprimemekrisen som var utløsende for finanskrisen i 2007, og den har redusert transparensen i finansmarkedene. Men de siste tallene fra BIS viser at derivathandelen igjen er for oppadgående. Og politikerne har så langt ikke truffet tiltak som kan sikre en effektiv regulering av derivatmarkedet. Den tyske forbundskansler Angela Merkel og den franske president **Nicolas Sarkozy** presser på for å innføre en finansiell transaksjonsskatt innen EU, for å legge en demper på de spekulative kapitalbevegelsene. Men den britiske – og overraskende nok også den danske – regjeringen har motsatt seg ideen.

Det finnes flere andre verktøy i politikernes verktøykasser. Men det krever at de tør å ta dem i bruk, og

Usikkert som banken

Figur 2

De tre største bankenes aktiva som andel av BNP i ulike land. 1990-2009. I prosent av BNP.



I Storbritannia og Frankrike er den finansielle konsentrasjonen langt større enn i Tyskland og USA.

Kilde: OECD, august 2011

stå opp mot særinteressene innen finans som har både større økonomiske muskler og større politisk innflytelse enn noen annen samfunnssektor.

Tidligere sjeføkonom i IMF, **Simon Johnson**, har tatt til orde for at politikerne gjentar reformsuksessen fra depresjonen på 1930-tallet, og splitter opp de store bankene.

– Et sentralt punkt i en reform av systemet må være å splitte opp de megabankene som dominerer i markedet, og som holder vår økonomi som gissel. Megabankene er i blitt så store at de forurenser den globale økonomien, og deres mulige sammenbrudd truer stabiliteten i hele systemet, sier Simon Johnson.

Selv om OECDs Adrian Blundell-Wignall uttrykker seg mindre dramatisk, støtter han en oppsplitting av megabankene. Han anbefaler å splitte dem opp i velkapitaliserte forretningsbanker for vanlige kunder og investeringsbanker som kan handle med derivater – uten statsgarantier.

Finansreformene kan ikke stå alene. EU-landene er nødt til å gjennomføre politiske reformer for å overleve

presset fra markedene. Man gjenvinner ikke tilliten i markedet dersom man treffer en felles beslutning i Brussel, som regjeringssjefene tar med seg hjem til Athen eller Roma og utsetter for gradbøyning, trusler om folkeavstemninger eller rene nederlag i de nasjonale parlamenter.

Europa befinner seg midt i en dyp, historisk systemkrise, og det er ikke lenger nok med klatteløsninger eller finjusteringer av det systemet man har hatt så langt. Angela Merkel har vært tydelig på at man trenger politiske reformer for å komme ut av krisen, og på CDUs landsmøte etterlyste hun et gjennombrudd for et nytt Europa.

– Oppgaven vår generasjon står overfor er å fullbyrde den økonomiske og monetære unionen i Europa, og så skritt for skritt bygge opp en politisk union, sa Angela Merkel. Og derved har hun i realiteten lagt opp til en føderalistisk løsning på krisen.

F-ordet er tabu

Det er slett ikke alle som liker at det tabubelagte f-ordet – føderalisme – dukker opp igjen til overflaten. Den britiske statsminister **David Cameron** har advart mot at Europa skapes i to hastigheter, ved at eurogruppen drar fra de øvrige landene. Cameron kan ikke hindre at det tyske forslaget kommer opp på EU-toppmøtet i desember, og det vil bli et av de store samtaleemnene i det kommende året. For selv Frankrikes president Nicolas Sarkozy er villig til å gå langt for å tilfredsstille Tyskland. Det er likevel tvilsomt om alle de nåværende 17 land i eurogruppen vil bifalle den sterkere politiske overbygningen over eurogruppen som den fransk-tyske aksens går inn for.

Det foreligger visse historiske paralleller til situasjonen USA befant seg i ved utgangen av 1700-tallet. Landet hadde stanset utbetalingene og kredittsystemet var på det nærmeste brutt sammen. Da tok en av landets grunnleggere, **Alexander Hamilton**, initiativ til å bygge opp en amerikansk sentralbank, skape et sentralisert skattesystem og utvikle sterke felles institusjoner for å føre en mer offensiv økonomisk politikk og dermed sette i gang veksten. Dermed bidrog han til å samle USA i 1787.

Verden har sett mange endringer siden da, og markedene er blitt globalisert. Men kanskje har Europa likevel bruk for en Hamilton. Merkel er så langt det beste emnet til en europeisk leder som kan følge i Hamiltons fotspor. ■

Mandag Morgen

Bjarke Møller

redaksjonen@mandagmorgen.no