

EU's finansregler – en tikkende bombe?



EUs finansregler – en tikkende bombe?

Nei til EUs skriftserie Vett nr. 1 2019

Nei til EUs skriftserie Vett nr. 1 2019

Redaktør for denne utgaven:

Arve Omtvedt Berntzen

Grafisk utforming: Eivind Formoe

Forsidetegning: Jørgen Bitsch

Redaktør for skriftserien: Morten Harper

Trykkansvarlig: Porteføljeforvaltning Norge AS

ISSN: 1504-5374

ISSN elektronisk utgave: 1891-4837

Opplag: 4000

Les tidligere Vett-utgaver og bestill abonnement
på www.neitileu.no

Forord

I 2014 lanserte EU en storstilt plan for å øke investeringene i Europa. Selv om dønningene etter finanskrisa i 2008 hadde lagt seg noe, så man med bekymring på at investeringsnivået i europeisk økonomi ikke hadde hentet seg inn igjen. Man lå fremdeles 15 prosent bak nivået i 2007. EU-kommisjonen med Jean-Claude Juncker i spissen mente at svaret lå i en tredelt strategi: 1) For det første skulle man opprette et EU-fond for strategiske investeringer, 2) for det andre ville man skape en rådgivningsportal for de som søkte oppstartskapital, og 3) for det tredje ønsket man å legge til rette for en finansiell union innad i EU. Planen fikk tilnavnet «Juncker-planen».

Både rådgivningsportalen og EU-fondet har nå blitt opprettet. En langt større og vanskeligere oppgave har det vært å legge til rette for en finansiell union. Dette krever ikke bare koordinering av EU-landenes bankvesen og finanstillsyn, men også en nedbygging av nasjonale barrierer slik at kapital kan flyte fritt på tvers av grensene. Det er her kapitalmarkedsunionen kommer inn. Den skal skape et felles marked for hele EU hvor spesielt små og mellomstore bedrifter kan hente kapital. Tilsvarende tenker man seg at småsparere kan sette penger inn i ulike typer kapitalfond eller aksjer for dermed å få bedre avkastning enn et bankinnskudd ville tilby. Kapitalmarkedsunionen er en måte å snu investeringer i Europa vekk fra regulerte banker og nasjonal kontroll, over til et privat marked.

Så hva har dette å si for nordmenn? Vi er jo ikke medlemmer av EU! Nei, men gjennom EØS-avtalen er vi allikevel nært knyttet til den finansielle utviklingen som foregår i Europa. Mange vil nok huske finansminister Siv Jensens kamp i 2017 for å bevare bankinnskuddsgarantien. Dette er en ordning som sikrer bankinnskudd for privatpersoner på opptil 2 millioner kroner hvis banken skulle gå konkurs. Norge og EU har kran-glet siden 2008 om dette fordi EU vil at man skal begrense seg

til 100 000 euro, altså halvparten av dagens norske ordning. Saken er enda ikke avklart. Men dette er bare et lite eksempel på hvordan EUs finansielle politikk påvirker oss. Etter stortingsvedtaket i juni 2016 ble vårt finanstillsyn underlagt Brussel og dermed ble vi knyttet enda tettere sammen med EUs visjon. Og i 2018 kom regjeringens kapitaltilgangsutvalg ut med sin rapport, som blant annet legger opp til at norske banker kan selge boliggjelden sin som verdipapirer. Alt tyder på at vi fra myndighetenes side er ment å følge EUs syn på finans og kapital.

Det er derfor viktig at vi alle vet noe om EU sitt syn på finans og tenker igjennom fordelene og ulempene med å følge den linja som EU legger opp til. Finans blir ofte sett på som et vanskelig område å sette seg inn i. Dette bør ikke avskrekke oss. Flere av de store linjene kan forstås godt nok bare man tar det steg for steg. Vi har derfor delt dette Vett-heftet i to deler. I den første delen vil vi gjennomgå historien til kapitalmarkedsunionen, kapitalens rolle i verdiskapning og hvordan den henger sammen med den større finansielle unionen. Deretter har vi hentet inn hjelp fra fagfolk, hovedsakelig økonomer, for å forklare ulike utfordringer ved saken. Hver av artiklene deres tar utgangspunkt i et aktuelt spørsmål som vi har stilt dem.

God lesning!

Arve Omtvedt Berntzen

Arve Omtvedt Berntzen er utdannet klassisk filolog og religionsviter. Han jobber som lærer på videregående i Osloskolen, og har interessert seg spesielt for finans- og arbeidslivspolitik i de siste årene. Berntzen er medlem av Nei til EU Grünerløkka og leder for Groruddalen Senterparti.

Innhold

| | |
|--|----|
| Forord | 2 |
| <i>Arve Omtvedt Berntzen</i> Innledning: Kapitalmarked og finansunion | 5 |
| <i>Erik S. Reinert</i> Fører friere kapitalflyt, slik EU legger opp til, nødvendigvis til mer verdiskapning? | 22 |
| <i>Ingrid Hjertaker</i> Kva er verdipapirisering, og kva vil det seie for Noreg om vi får eit likt lovverk som EU på området? | 28 |
| <i>Ole Kvadsheim</i> Er det mulig for Norge å føre en selvstendig finansiell politikk når vi er knyttet til EU gjennom EØS? | 34 |
| <i>Morten Harper</i> Hvordan ønsker EU å videreutvikle finanstillsynet, og hva betyr dette for norsk suverenitet? | 40 |

Innledning: Kapitalmarked og finansunion

EU har som mål å oppnå en «ekte» finansiell union innen 2025. Har man lært av finanskrisa?

Av Arve Omtvedt Berntzen

Hvis noen skal starte sin egen bedrift, si en blomsterhandel, så trenger man kapital for å leie lokaler, kjøpe inn blomster og utstyr, lønne de ansatte, betale strømregninga, reklamere på morsdagen og så videre. Det er da fire hovedmåter som man kan få tak i denne kapitalen på: 1) Egenkapital, for eksempel gjennom oppsparte penger som eieren selv legger inn i bedriften. 2) Lån hos en bank. 3) Utstedelse av aksjer, som vil typisk gi kjøperen en avkastning på aksjen og rett til å påvirke selskapet. 4) Utstedelse av obligasjoner, i bunn og grunn et privat lån fra investorer som mottar renter, samt det lånte beløpet når obligasjonen utløper.

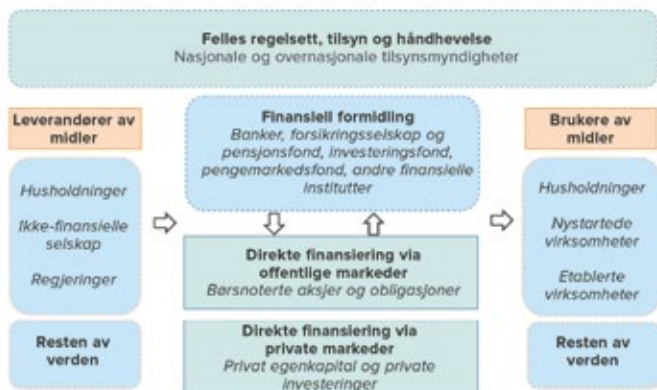
Hva er et kapitalmarked?

Med kapitalmarked sikter man til de to siste mulighetene, aksjer og obligasjoner. Disse er en måte for bedriftene å oppnå langsiktig kapital på. Samtidig skaper de finansielle instrumenter som investorer kan kjøpe og selge. Kapitalmarkedet kan deretter deles i to: 1) Førstehåndsmarkedet, hvor man for eksempel tegner aksjer direkte fra bedriften, og 2) annenhåndsmarkedet, hvor aksjer kjøpes og selges uten innblanding av selve bedriften, for eksempel på Oslo Børs.

Særlig annenhåndsmarkedet har betydning utover privatøkonomien. Kapitalmarkedene kobler nemlig sammen bedrifter, investorer og finanssektoren, og gjennom annenhåndsmarkedet påvirker de alle våre liv. For selv om du ikke eier en eneste aksje, vil du allikevel være påvirket av finansmarkedene fordi banken din, forsikringsselskapet ditt og landet ditt deltar i dem. Når staten sparer opp til pensjonen din gjennom oljefondet, er du allerede en investor som er avhengig av gode tider i finansmarkedene for at du kan nyte pensjonisttilværelsen med økonomisk trygghet.

Vi kan bruke følgende skjema for å få en oversikt over

kapitalmarkedets plass og rolle i økonomien (figur 1):

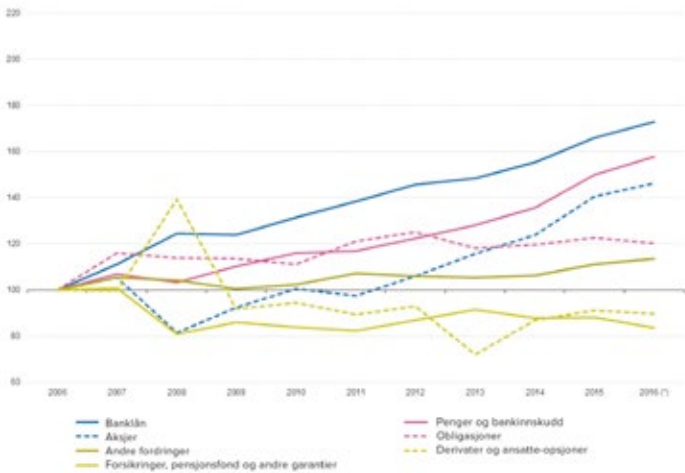


Figur 1: Kapitalmarkedets plass og rolle i økonomien (kilde: EUs grønnbok om kapitalmarkedsunionen.)

Tall fra EUs eget statistikk-kontor, Eurostat, viser at europeiske bedrifter henter i dag lite av sin kapital fra aksjer og obligasjoner i forhold til lån og andre typer egenkapital (figur 2). Bare omtrent en tredjedel kommer fra kapitalmarkedene. Kapital hentet gjennom aksjer og særlig såkalte derivater gikk kraftig ned etter finanskrisa, mens kapitalstrømmen fra obligasjoner har holdt seg stabil i lang tid nå (figur 3). Og det er denne situasjonen EU vil til livs. De peker på at USA har et nesten dobbelt så stort offentlig aksjemarked hvor man kan hente kapital fra, og konkluderer dermed at kapitalmarkedene i Europa er underutviklede.

Den historiske bakgrunnen

Etter finanskriser som den i 2008 blir banker forståelig nok skeptiske til å låne ut penger til andre enn de mest sikre låntakerne. Lånene blir dyrere og sjeldnere slik at økonomien går inn i en nedkjølingsfase som kan ende med deflasjon, et sikkert tegn på dårligere tider. I Europa er næringslivet mer avhengig av banklån enn i for eksempel USA. Derfor vil en innstramming på utlånene, enten den skyldes bankenes egen tilbakeholdenhet eller som følge av statlig regulering, ramme ekstra hardt. Det er i denne sammenhengen man må forstå EUs påstand om at

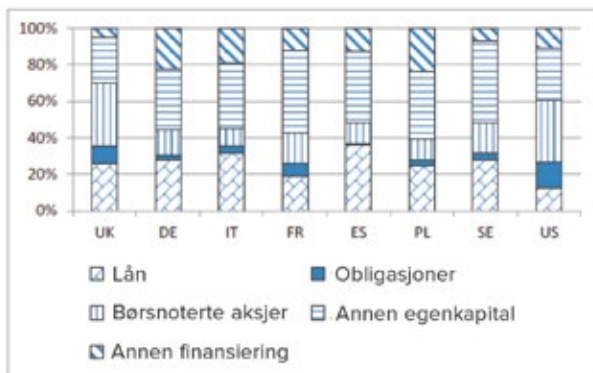


Figur 2: Utviklingen i kapitalkilder for virksomheter mellom 2006 og 2016. Man kan tydelig se at finanskrisa i 2008 gjorde aksjeutstedelser og derivater (en samlebetegnelse for verdipapirer som er kontrakter om en fremtidig pris på noe) mindre aktuelle som kilder til kapital. I stedet måtte virksomhetene søke tilflukt i banklån og egenkapital. (Kilde: Eurostat.)

å øke tilgangen på kapital fra markeder utenfor banksektoren vil i siste instans «gjøre Europa mer motstandsdyktig overfor fremtidige sjokk» (EUs grønnbok 2015, s. 4, min oversettelse). Om kapitalflyten tørker inn fra bankenes side, så vil den fremdeles renne fritt i det private markedet og dermed forhindre økonomiske kriser. Dette er iallfall teorien.

Den første bølgen: Fellesmarkedet

Helt siden begynnelsen har EU vært opptatt av en større finansiell union og vi kan dele utviklingen inn i tre «bølger» (jf. Valiante 2016:28ff). *Den første bølgen* begynte allerede med Romatraktaten i 1957 som la til rette for fri kapitalflyt, men bare når hensynet til fellesmarkedet tilsa det. I praksis betød dette en svært begrenset flyt av kapital på tvers av landegrensene. Situasjonen forandret seg imidlertid da Bretton Woods-systemet kollapset på begynnelsen av 1970-tallet. Inntil da hadde man søkt finansiell stabilitet ved å knytte valutaen opp



Figur 3: Fordeling av de ulike typene finansiering som virksomheter er avhengige av for å trekke inn kapital. Legg merke til hvor lite avhengig amerikanske bedrifter er av banklån i forhold til europeiske. Med unntak av Storbritannia, så er det også stor forskjell i hvilken grad næringslivet klarer å hente kapital fra utstedelse av aksjer i egen bedrift. Det er EUs uttalte mål at medlemslandene skal bli mer lik USA i sin finansieringsform av næringslivet. (Kilde: EUs grønnbok om kapitalmarkedsunionen.)

mot gullreservene. Siden USA satt på to tredjedeler av gullreservene, ble dollaren den viktigste valutaen. Andre valutaer ble igjen koblet opp mot dollaren, som dermed bar byrden av å være garantisten i systemet. Når president Nixon opphevd gullstandarden, skapte dette usikkerhet i EU. Hvordan skulle man verne det indre markedet hvis det var usikkerhet rundt medlemslandenes nasjonale valuta?

Den andre bølgen: Euroen

Løsningen var å skape euroen, en fellesvaluta som ville motvirke usikkerheten som ulikhetene mellom nasjonale valutaer skapte i et fellesmarked. Euroen var imidlertid bare en del av en større plan, den såkalte «økonomiske og monetære unionen» (ØMU), hvor man søkte å samkjøre økonomien i EU. Denne andre bølgen i finansiell samkjøring inneholdt ikke bare euroen, men også en europeisk sentralbank som samarbeidet med de nasjonale sentralbankene, og et sterkt fokus på felles pengepolitikk. Man søkte på denne måten å hindre nasjonale hensyn.

I dette lå imidlertid kimen til indre stridigheter. En felles valuta gavnet sterke økonomier, slik som Tyskland, mens mindre konkurransedyktige økonomier måtte prøve å verne seg ved å motsette seg EU-direktiver og utnytte smutthull til egen fordel.

Den tredje bølgen: En finansiell union

Slik sett kom finanskrisen i 2008 som en gavepakke til entusiastene bak den finansielle unionen. Mens Tyskland klarte seg relativt godt gjennom krisa, var resultatet for svakere økonomier slik som Hellas helt katastrofalt. Nå kunne man vise til de tilsynelatende farene ved at enkelte medlemsland motsatte seg en faktisk finansiell union og fremmet nasjonale hensyn i stedet. Samtidig utnyttet man publikums harme mot bankene etter finanskrisa for å flytte fokus vekk fra bankenes rolle som drivkraft i økonomien over til kapitalmarkedene. Med *den tredje bølgen* av finansiell integrasjon ville man nå skape en reell finansiell union, hvor muligheten for en selvstendig nasjonal finanspolitikk var minimal. For å oppnå dette var det viktig å etablere overnasjonale institusjoner og tilsynsorganer som fjernet den nasjonale kontrollen.

Det store bildet: En «ekte» finansiell union

I 2017 utga EU-kommisjonen et refleksjonsdokument som drøftet hvordan man kunne komme lengre for å oppnå en «ekte» finansiell union innen 2025. De sentrale aktørene i planen er bankunionen, tilsynsmyndighetene og kapitalmarkedsunionen, som vi straks skal se nærmere på. Interessant er det i forbifarten å merke seg at disse blir sett på under merkelappene «risiko-reduksjon» og «risiko-delning». EU-kommisjonen understreker at en styrket bankunion og tilsynsmyndighet tilsvarer redusert økonomisk risiko, og at tilgang til flere finansieringskilder fordeler risikoen over flere investorer. Så langt så vel. Det blir imidlertid fort problematisk når denne strategien samtidig skal garantere for økt «solidaritet og ansvarlighet» i Europa, som er et siktemål ved den overordnede økonomiske og monetære unionen. Det er slående for en lekmann å se hvordan sosiale begreper

reduseres til økonomiske regler. Det virker som EU tenker seg at et fritt marked er selve garantisten for et moralsk samfunn og at hvis vi bare forstår risikoanalysen godt nok, så vil det automatisk skape «solidaritet og ansvarlighet» blant deltagerne i dette markedet.

Bankunionen

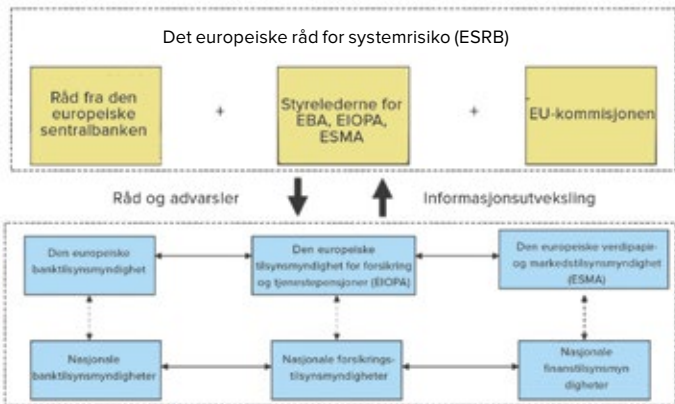
Finanskrisa i 2008 viste hvordan stater og banker kan ende i en ond sirkel. En skjødesløs banksektor kan føre til at staten må ut med store redningspakker i bytte mot strengere krav for bankenes utlånspraksis. Dette fører til færre og dyrere lån for bankenes kunder, som samtidig blir presset av statlige sparetiltak. Staten på sin side må kutte i forbruket på grunn av redningspakkene. Når lån blir dyrere og staten spinker og sparer, blir det samtidig mindre skatteinntekter fordi det private næringslivet strammer inn og husholdningene begrenser sine utgifter. Den onde sirkelen er dermed et faktum.

Nok en gang pekte EU på koblingen mellom stat og bankvesen som den tilsynelatende synderen. Så lenge bankene gikk godt, ble de oppfattet som europeiske eller internasjonale i sitt vesen, men når krisa tok dem gikk de tilbake til å være nasjonale. Da måtte deres respektive land redde dem og landenes skattebetalere betale regninga. Løsningen for EU var dermed å bryte koblingen så godt det lot seg gjøre mellom nasjonalstat og bankvesen, og løfte bankvesenet opp på et overnasjonalt nivå.

Bankunionen ble derfor lansert i 2012 hvor man innførte en felles «regelbok» for bankvesenet i alle medlemslandene. Den ga detaljerte regler for hva som ble ansett som ansvarlig bankdrift, hvordan man skulle håndtere kriser og stipulerte en allmenn bankinnskuddsgaranti for hele EU. Det var et uttalt mål at banker ikke kunne tillates å bli «too big to fail», det vil si at en vanskjøttet bank ikke skal kunne stole på at den nasjonale regjeringen er tvunget til å redde den fra konkurs på grunn av dens sentrale stilling i landets økonomi. Går banken konkurs, faller byrden nå på bankens aksjonærer og kreditorer. På denne måten mente EU at man hadde funnet en måte å bryte den onde sirkelen mellom stat og bankvesen, som oppstår i en bankkrise.

De europeiske tilsynsmyndighetene

For å sikre at fellesreglene for bank og finans ble fulgt, opprettet man et nokså komplisert system i 2009 (figur 4). Økonomien ble delt opp i tre sektorer: 1) bank, 2) forsikringer og pensjoner, og 3) finans. I hvert land er det de nasjonale tilsynsmyndighetene som har ansvaret for tilsynet, men de overvåkes igjen av tre overnasjonale byråer på hvert sitt felt som påser at EUs regler blir fulgt opp på nasjonalt plan. Fra 2017 har disse rapportert videre til Det europeiske råd for systemrisiko (ESRB) hvis oppgave det er å overvåke den finansielle stabiliteten i EU og komme med råd og advarsler. For Norges del, som er underlagt EUs finanstilsyn gjennom EØS-avtalen, er det overvåkingsorganet ESA som formelt gjør vedtak, men vedtakene er skrevet av EU-byråene.



Figur 4: EUs finanstilsyn. Skjemaet viser hvordan tilsynsmyndighetene fungerer vertikalt og horisontalt i en tredelt struktur. Nederst er de nasjonale tilsynsmyndighetene for bankvesen, forsikring og finans. Disse overvåkes av EUs tre sentrale tilsynsmyndigheter som samler informasjonen fra hvert av EU-medlemmene. Informasjonen blir deretter sendt opp og sentralisert i Det europeiske råd for systemrisiko. Dette rådet er sammensatt av styrelederne for de tre overnasjonale tilsynsmyndighetene, samt representanter fra den europeiske sentralbanken og EU-kommisjonen. (Kilde: European Securities and Markets Authority, ESMA.)

Kapitalmarkedsunionen

På samme måte som med bankunionen, har målet med kapitalmarkedsunionen vært å løsrive finanssektoren fra nasjonal kontroll og løfte den opp på et unionsnivå. På denne måten får EU bedre kontroll over retningen i finanspolitikken. Målet er tydelig i EU-kommisjonens grønnbok fra 2015: En kapitalmarkedsunion skal gjøre europeisk næringsliv mindre avhengig av banker og øke volumet i kapitalmarkedene, etter amerikansk modell. På denne måten ønsker man å spre risikoen for investorene, redusere rollen til bankene og holde kapitalflyten i gang. Statens rolle blir dermed minimal, redusert til lokal overvåking av markedene og banksektoren.

En ambisiøs handlingsplan for å realisere kapitalmarkedsunionen ble lagt frem i 2015, og i 2017 kom det en gjennomgang av prosessen så langt. Der pekte man på nye utfordringer slik som Brexit og de mange ulikhetene i eksisterende nasjonale kapitalmarkeder. Spesielt interessant er det at man etterlyser langsiktige investeringer i næringslivet og infrastruktur, og foreslår at dette kan løses ved at man tiltrekker seg forsikrings-selskaper og pensjonsfond.

Men planen går ikke som smurt. I et notat fra november 2018 klager EU-kommisjonen over at arbeidet med kapitalmarkedsunionen går så sent. Kun tre av tretten lovforslag fra kommisjonen har hittil blitt vedtatt av EU-parlamentet og det europeiske rådet. Kommisjonen etterlyser nå politisk handling fra medlemslandene, et tegn på at det sitter langt inne å gi fra seg nasjonal kontroll over kapitalmarkedene.

Kapital og tillit

God tilgang til kapital er avgjørende for en velfungerende økonomi. Fra en ung arbeidstaker som søker sitt første boliglån, til gründeren som trenger oppstartskapital og opp til nasjonalstater som gjennom obligasjonsutstedelser får penger til å utbedre veier og bygge sykehus. Hvis derimot privatpersoner gjemmer pengene på kistebunnen, bankene av frykt kutter utlånene og staten strammer inn sine utgifter, så struper dette tilgang på kapital og det lille som lånes ut blir dyrere og dyrere. Når kapital passerer mellom mennesker eller institusjoner, vil man alltid

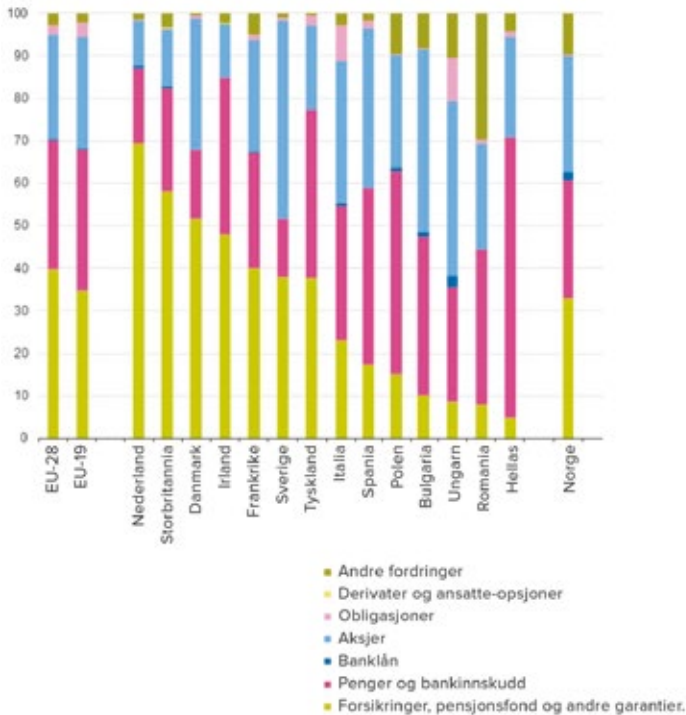
prøve å balansere risikoen opp mot avkastningen. Derfor får man gjerne bedre renter på boliglånet jo mer egenkapital man har og vice versa.

Betydningen av tillit

Sett fra et samfunnsperspektiv er allikevel *tillit* enda mer sentral enn selve kapitalen. På det laveste nivået har vi aktørene i transaksjonen: En bank må ha tillit til at låntakeren betaler tilbake lånet. Låntakeren må ha tillit til at banken ikke har lånt ham mer enn han vil klare ved en eventuell renteoppgang. På det høyeste nivået handler det om tillit til selve systemet: Publikum må ha tro på at bankvesenet driver med forsvarlig utlånspraksis og at produktene de oppfordrer oss til å investere i, er reelle. Hvis ikke blir det et avansert spill med svarteper: Folk som forstår usikkerheten i systemet, vil raskest mulig forsøke å lempe tapet over de som er blinde for risikoen de løper. Finanskrisa i 2008 gjorde noen få søkkrike, mens regninga måtte betales av de på bunnen av den økonomiske pyramiden. Forståelig nok skaper dette en rettmessig harme mot bankvesenet og manglende tilsyn, men konsekvensene av finanskrisa blir ikke bøtt på før man gjenoppretter tilliten. Først når publikum atter våger å sette sparepengene sine i banken og ta opp lån, så vil økonomien peke oppover igjen. Uten tillit finnes det ingen flyt av kapital.

Staten eller markedet som tillitsskaper

Etter andre verdenskrig ble økonomien styrt av et keynesiansk syn, oppkalt etter økonomen John Maynard Keynes, hvor staten aktivt regulerte finansøkonomien og brukte styringsrenta som et verktøy for å gi tilgang på rimelig kreditt. Man kan si at staten ønsket å garantere for tilliten i systemet. Men fra 1970-tallet så forandret dette seg. Ledende nyliberalistiske økonomer, slik som Milton Friedman, hevdet at man var best tjent med en deregulert økonomi. Man skulle ikke trenge å stole på staten fordi økonomien, fri for menneskelig inngripen, ville finne sin likevekt på egen hånd. På denne måten byttet man ut tillit med en tro på markedets egen ufeilbarlighet.



Figur 5: Husholdningenes verdier. Norske husholdninger ligner på EU når det gjelder hvor verdiene kommer fra eller er plassert. En tredjedel kommer fra pensjonsavtaler, forsikringer og lignende, en tredjedel fra bankinnskudd og den siste tredjedelen fra aksjer, obligasjoner, fond og lignende. Men selv om Norge ligner på gjennomsnittet i EU, så er det store forskjeller mellom EU-landene internt. Bankinnskudd spiller en mye større rolle i de øst-europeiske statene i forhold til de sterkere økonomiene i nord og vest. (Kilde: Eurostat.)

Etter finanskrisa har vi sett en tendens til innstramminger i regelverket, men selve det nyliberalistiske synet på økonomien er uforandret i Vesten. Etter en storstilt innsprøytning av offentlige midler for å redde bankene og rasjonaliseringstiltak i offentlig sektor, så begynner økonomien å peke oppover i de fleste europeiske land. Irland, som var ett av de landene som ble hardest rammet av finanskrisa, opplevde i 2018 den høyeste veksten i BNP av noe EU-land, og arbeidsledigheten er nesten

nede på det nivået den hadde før krisa. Selv Hellas viser små tegn på fremgang. Arbeidsledigheten deres er fremdeles dramatisk høy, men tall viser at den har begynt å gå ned. Med unntak av grekerne, så har husholdningene ellers i EU fått mer penger å rutte med.

Med denne fornyede og ufortjente tilliten til økonomien igjen ser man at folk nok en gang begynner å spare i aksjefond. Selv om Norge ble langt mindre berørt av finanskrisa enn mange EU-land, så ble også vi påvirket av den manglende tilliten til systemet. Men dette har nå endret seg: I 2017 kjøpte nordmenn fondsandeler for 20,3 milliarder kroner, noe som var fire ganger gjennomsnittet i årene 2010-2015. Og med pensjonsreformen er det lagt opp til at vanlige lønnstakere skal spare mer selv til pensjon. Regjeringens nye ordning om individuell pensjonssparing (IPS) er som skreddersydd for mer sparing i fond på grunn av sine skattefordeler. Mer enn noen gang vil vi være avhengig av tilliten til det økonomiske systemet.

Det er derfor slående når man leser EUs grønbok om kapitalmarkedsunionen at man er først og fremst opptatt av å komme opp på pre-2008-nivåer for kapitalflyt. Alt tyder på at man jobber innenfor det samme deregulerte, nyliberalistiske systemet som før. I stedet for å se på årsaken til finanskrisa og forsøke å finne en løsning, så flytter man bare problemstillingen opp på et overnasjonalt nivå. Dermed rir man samme hest dobbelt så hardt. Hvilket leder oss til det vårt siste spørsmål:

Har man lært av finanskrisa?

Det fremste siktemålet til EUs kapitalmarkedsunion er å øke næringslivets tilgang på kapital fra private markeder slik at vi kommer opp på et nivå som man hadde før finanskrisen i 2008. Dette skal skje gjennom samme fokus på finans som økonomisk drivkraft som før. Den eneste forskjellen er at man skal ha strengere tilsyn og felles regelverk, slik at man ikke gjentar de samme feilene. For å vurdere om dette er en fornuftig strategi, er det viktig å se på finansens rolle i krisetider.

Økonomiske kriser forekommer jevnlig i kapitalismens

historie. Bak dem kan det være en rekke ulike årsaker, men felles for dem alle er at finansøkonomien er i utakt med realøkonomien (jf. Reinert 2009:18f). I stedet for at finans brukes til å gi kapital til levedyktige prosjekter, trygge boliglån og innovative gründere, så løsrives finans fra realøkonomien. Nå tjener meglernes penger på å investere for eksempel i langsiktig industriutvikling, men på finans i seg selv. Kort sagt tjener man penger på å flytte penger.

De såkalte «subprime»-lånene

Opptakten til den amerikanske finanskrisa i 2008 ble drevet av et umettelig behov for verdipapirer basert på boliggjeld. Man hadde en trygg forventning om at boligprisene ville fortsette med en moderat stigning og at den jevne boliglåneren ville klare å tilbakebetale lånet sitt over tid. Dermed gjorde bankene *forventet avkastning på lånet* om til verdipapirer som kunne selges videre. Siden markedet var ansett som trygt, ble også verdipapirene vurdert som lav-risiko. I tillegg tilbød forsikringsselskaper såkalt kredittapsforsikring, som skulle sikre eventuelle tap hvis låntakerne ikke maktet å tilbakebetale lånene sine.

Problemet lå imidlertid i etterspørselen. For å skape flere verdipapirer basert på boliglån måtte man lete etter stadig mer risikable låntakere. På det verste ga man lån til mennesker som aldri hadde noen sjanse til å betjene lånet til å begynne med. Men långiverne kunne selge disse lånene videre som verdipapirer og dermed unngå å bli skadelidende selv. For å redusere risikoen blandet man disse råtne lånene med trygge låntagere, hvilket igjen lurte kredittratingbyråene til å vurdere slike verdipapirer som sikre. Dermed kunne man i neste instans forsikre dem i store selskaper som AIG. Men før eller siden måtte det gå galt, simpelthen fordi tilbakebetalingsevnen til låntakerne var der ikke i stor nok grad. Når grunnlaget for disse verdipapirene ikke lenger var der, så maktet heller ikke forsikringsselskapene å betale ut erstatning. Finansøkonomien hadde vokst forbi det realøkonomien maktet, og krisa var et faktum.

Hvordan finanskrisa smittet over på Europa

Siden europeiske banker hadde kjøpt store mengder av disse typene verdipapirer fra USA, så var det ikke lenge før krisen nådde over Atlanteren. Men EU hadde andre problemer også. Når eurosone ble innført i EU, dekket det over store forskjeller mellom de ulike landene. Med et trylleslag virket det som ustabile økonomier som Hellas kunne sammenlignes med den tyske. En av konsekvensene var at kreditt fløt fra mer velregulerte økonomier i Nord-Europa ned til Sør-Europa. På en måte lignet dette på boliglånskrisa i USA hvor råtne lån ble blandet med trygge lån, bare at man flyttet problemstillingen opp på et nasjonalt nivå: Usikre nasjonale økonomier ble blandet med de sikre, og eurosone ble det sikkerhetsstempelen som utvisket forskjellene.

Finanskrisa avslørte også en annen svakhet ved EU-systemet. Der andre land kunne ha devaluert valutaen for lettere å tilbakebetale gjeld og restarte den nasjonale økonomien, hindret eurosamarbeidet dem fra dette. De ledende nasjonene i EU var ikke beredt til å lide på grunn av øst- og syd-europeiske medlemslands svake nasjonale økonomier, og svaret ble i stedet å gi dem lån under betingelser at landene kuttet kraftig i statens utgifter ved å fjerne offentlige arbeidsplasser og privatisere. Det er liten tvil at den høyrepopulistiske bølgen i de tidligere øst-blokklandene tjente på misnøyen over EUs nyliberalistiske krisehåndtering.

Samme problem om igjen?

Har vi så lært noe av forrige finanskrisa? EU insisterer på at man med strengere regler og mer gjennomført tilsyn vil skape en trygg finanssektor denne gangen. Og det ligger en uttalt tro på at hvis bare alle medlemslandene underkastes de samme reglene, så vil interne forskjeller i EU utjevne seg over tid. Implisitt bygger man da på en forestilling hvor økonomien helt av seg selv søker mot likevekt. Men dette er en økonomisk modell som bare har funnet aksept med nyliberalismens forkjempere fra 1970-tallet av, og mye tyder på at den ikke holder vann lengre. Deregulering av markedene har iallfall ikke ført til mer økonomisk likhet

og stabilitet i verden.

Det er derfor lite trolig at EU har funnet en løsning som vil forhindre nye finanskriser. Finanskriser forekom jevnlig også da vi hadde et annet syn på økonomien enn den nyliberalistiske, og kan settes i gang av hendelser utenfor politisk kontroll, for eksempel gjennom bruk av ny teknologi. Vår viktigste oppgave bør derfor være å lete etter blindsoner i vår økonomiske modell, slik at vi kan se faretegnene når de dukker opp og begrense skaden de gjør. EUs svar på finanskrisa er lite tillitsvekkende når de satser bare enda hardere på den nyliberalistiske modellen. Deres løsning med overnasjonal kontroll, mer tilsyn og felles regler forandrer ikke på selve problemet, de flytter bare utfordringene opp på et unionsnivå. De er som rulettspilleren som har nettopp tapt på rødt, og deretter dobler sin innsats på det samme for å vinne tilbake pengene som han har tapt.

Men finans er et verdivalg og ikke et sjansespill. Finans spiller en sentral rolle i at vi kan beholde jobbene våre, trygge pensjonen og ikke frykte for sparepengene i banken. Derfor er dette også politikk, og det er et demokratisk problem når finanspolitikken flyttes lengre og lengre vekk fra dem det gjelder.

Kilder:

Aftenposten, *Rekordstor sparing i fond i fjor* (2018), <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/ngwOqB/Rekordstor-sparing-i-fond-i-fjor>

Bruegel.org, *Completing Europe's banking union means breaking the bank-sovereign vicious circle* (2018), <http://bruegel.org/2018/05/completing-europes-banking-union-means-breaking-the-bank-sovereign-vicious-circle/>

EU-kommisjonen, *Grønbog – Etablering af en kapitalmarkedunion* (2015, dansk versjon), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=DA>

EU-kommisjonen, *Reflection paper on the deeping of the economic and monetary union* (2017), https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_en.pdf

EU-kommisjonen, *Capital Markets Union Mid-term review – factsheet* (2017), https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/factsheet-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf

EU-kommisjonen, *Capital Markets Union: time to step up political commitment and efforts to deliver investment, growth and a stronger role of the euro* (2018), http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-18-6546_en.htm

Reinert, Erik S., *Spontant Kaos* 2009 (Oslo: Res Publica)

Valiante, Diego, *Europe's Untapped Capital Market – rethinking financial integration after the crisis*, 2016 (London: Rowman & Littlefield)

***Fører friere
kapitalflyt, slik EU
legger opp til,
nødvendigvis til
mer verdiskapning?***

Det skumle med EU nå er at i den europeiske periferien – både i EU (for eksempel Italia) og i land som Ukraina og Georgia – oppstår det på nytt et rente-livegenskap.

Av Erik S. Reinert

«I sympathise, therefore, with those who would minimise, rather than with those who would maximise, economic entanglement between nations. Ideas, knowledge, science, hospitality, travel these are the things which should of their nature be international. *But let goods be homespun whenever it is reasonably and conveniently possible, and, above all, let finance be primarily national.*»¹

John Maynard Keynes, foredrag på Trinity College, Dublin, 19. april 1933 (min kursiv)

Før bølgen etter det store økonomiske krakket i 1929 hadde lagt seg, kom John Maynard Keynes – økonomen som fikk verden ut av denne krisen – med uttalelsen ovenfor. At uttalelsen falt av en engelsk økonom i Irland, er også av betydning: Keynes kunne konstatere at de nære økonomiske tilknytningene mellom Irland og England hverken hadde ført til fred eller velstand for Irland. Den geografiske avstanden mellom irsk landbruk og engelskmennene som eide jorden i Irland førte til en spesielt ubehagelig form for føydalisme. Senter og periferi var viktig også da.

EUs forhold til handel- og finanspolitikk har gjennomgått ganske store endringer over tid. EUs forløper – Den europeiske kull- og stålunionen – lignet på mange måter et kartell som etter krigen skulle bygge ned produksjonskapasiteten

Erik S. Reinert er en internasjonalt kjent norsk økonomi og professor ved universitetet i Tallin. Han har skrevet bøker som *Spontant Kaos - økonomi i en ulvetid* (2009) og *Global økonomi - hvordan de rike ble rike og hvorfor de fattige blir fattigere* (2014).

i disse industriene på en organisert måte. I Marshall-planen fra 1947 kjenner vi igjen resonnetet fra Keynes ovenfor: arbeidsdelingen mellom by og land var grunnlaget for vestlig sivilisasjon, sa George Marshall. Alle land måtte ha sin egen industri. Under slike forhold ble det skapt 'symmetrisk avhengighet'.

I EU finner vi denne produksjonsfokuserete logikken gjennom hele 1980-tallet. Da Spania ble integrert i EU i denne perioden ble tollsatsene satt langsomt ned, og store ressurser ble brukt på å støtte spansk bilindustri. Den såkalte Cecchini-rapporten fra 1988, som la teorigrunnlaget for det indre marked, var fremdeles tuftet på Marshall-planens logikk: hovedfordelene ved et større indre marked – opptil 85 prosent – ville være et resultat av økte stordriftsfordeler (underforstått i industrien). Cecchini så ikke det som siden skjedde: at mange land i Europas periferi ble så godt som avindustrialisert.

Vendepunktet med Maastricht

Vi er først nå i stand til å se i hvilken grad Den kalde krigen – fra sist på 1940-tallet til Berlinmurens fall i 1989 – påvirket økonomisk teori. I sin tiltredelsestale som rektor ved Universitetet i Berlin i 1897, advarte den tyske økonomen Gustav Schmoller – også kalt 'velferdsstatens far' – mot de to irrasjonelle og ahistoriske tvillingene: kommunismen og det han kalte Manchester-liberalismen (dagens nyliberalisme). Mellom disse to irrasjonelle tvillingene ble det i praksis skapt et stort rom for økonomisk politikk, blant annet det sosialdemokratiet som allerede på 1930-tallet ble kalt 'den tredje vei'. Med Murens fall i 1989 døde den ene av de to irrasjonelle tvillingene, og den andre – nyliberalismen – ble enehersker i det som er blitt kalt *triumfalismen*.

Så lenge EU-landene drev med symmetrisk handel, og kapitalflyten – basert på realinvesteringer – var tilsvarende symmetrisk, var det få ulemper ved denne frie flyten. Men med den ideologien som tok over etter Maastricht-avtalen i 1992 fulgte det en stadig større grad av rene finanstransaksjoner, så fri kapitalflyt åpnet opp for finansspekulasjoner og gjeldsoppbygging i



Eurokrise: Med innføringen av Euroen som felles valuta forsvant de naturlige justeringsmekanismene for fattige land i EU. (Foto: Michael Hänsch.)

de landene som mistet sin industri og dermed fikk store underskudd på handels- og utenriksbalansene.

Flytter folk i stedet for valutakurs

Med utvidelsen østover i 2004 forlot EU for godt logikken fra Marshall-planen: å fusjonere det høytlønnede arbeidsmarkedet i Vest-Europa med de nylig stort sett avindustrialiserte landene i Øst-Europa så ut som et økonomisk selvmord for velferdsstaten.² Med innføringen av Euroen som felles valuta forsvant de naturlige justeringsmekanismene for fattige land. Tidligere hadde land som gjorde det dårlig kunnet devaluere for å bli konkurransedyktige igjen. På denne måten kunne man justere for kapitalismens naturlige sentripetalkraft.

Før korrigererte man altså økonomisk utakt gjennom å justere vekselkursen, nå er justeringsmekanismene flyttet innenlands slik at lønninger og levestandard skrues ned direkte (såkalt *intern devaluering*). På den gamle måten – gjennom valutajusteringer – ble hele prisnivået i et land nedjustert, inkludert verdien på eiendom og kapital, nå treffer justeringene i stor grad kun lønnsinntakene. Dette fører til ytterligere en justeringsmekanisme: istedenfor å flytte vekselkursen flytter man folk: det faktum at Hellas ikke fikk gå konkurs – som landet normalt burde gjort – eller gikk ut av Euroen, gjør at mange grekere må flytte ut av landet for å skaffe seg arbeid.

Økt fattigdom i periferien

Noen ganger er det bente frem slik at *forbud mot å flytte kapital* redder verdiskapningen. Dette skjedde for eksempel med Malaysia under finanskrisen sist på 1990-tallet. Kapitalrestriksjoner gjorde at landet ikke ble smittet av krisen.

Økonomer kan lide av det Joseph Schumpeter kalte «det banale synet at det er kapital *i seg selv* som er kapitalismens drivkraft». I virkeligheten er det nye ideer og innovasjoner som driver kapitalismen fremover, og når kapitalen investeres i slik produksjon øker den verdiskapningen.

Derimot kan uproduktiv hamstring av kapital og flyt av finanskapital som ikke er produktivt investert paradoksalt nok

føre til økt fattigdom. Etter første verdenskrig ble Tyskland påtvunget en gjeld, i utenlandsk valuta, som det var umulig å betale. Da oppstod et ord som fikk stor politisk sprengkraft i 30-årenes Tyskland: *Zinsknechtschaft* eller *rente-livegenskap*. Det skumle med EU nå er at i den europeiske periferien – både i EU (for eksempel Italia) og i land som Ukraina og Georgia – oppstår denne rente-livegenskapen på nytt. Men denne gang er det Tyskland som først og fremst står som utbytteren – som krymper realøkonomien og verdiskapningen for å få kapitalen tilbake – istedenfor å være offeret.

Noter

1 Gjengitt i artikkelen «National Self-Sufficiency», *The Yale Review*, Vol. 22, nr. 4 (juni 1933), s. 755-769.

2 Reinert, Erik & Rainer Kattel, «European Eastern Enlargement as Europe's Attempted Economic Suicide?», *The Other Canon & Tallinn University of Technology Working Paper Series*, nr. 14, 2007, <http://technologygovernance.eu/files/main//2007070309122525.pdf>

***Kva er verdi-
papirisering, og
kva vil det seie for
Noreg om vi får eit
likt lovverk som EU
på området?***

Noreg har strengare finansregulering enn våre naboar, og det naut vi som land godt av under finanskrisa i 2007-09. I dag verkar lærdommene frå krisa å vere gløymt.

Av Ingrid Hjertaker

I desember 2018 vedtok regjeringa å utreie regelverket for vidaresal av lån («verdipapirisering»). Noreg har i dag strengare finansregulering enn EU på dette området, og både regjeringa og finanssektoren ynskjer å deregulere.

At Noreg har strengare finansregulering enn våre naboar var noko vi som land naut godt av under finanskrisa i 2007-09, då vi slapp unna mange av problema som råka andre land i samband med nettopp verdipapirisering. I dag verkar lærdommene frå finanskrisa å vere gløymt.

Kva er verdipapirisering?

Bak dette kronglete omgrepet er ein prosess som i utgangspunktet er enkel å forstå. Verdipapirisering inneber å lage verdipapir ut av vanlege lån. Til dømes kan banken som ga deg bustadlån, selje lånet vidare til ein annan institusjon. Der vil lånet ditt bli pakka saman med mange andre lån i ein såkalla «lånepakke» som kan ha ein samla verdi på til dømes 1 milliard USD. Meklarinstitusjonar lagar gjeldsobligasjonar ut av denne pakken som dei sel vidare til investorar, gjerne pensjonsfond og liknande.

Betalingar som du gjer til banken i løpet av lånets levetid (avdrag og renter), blir vidareformidla gjennom fleire mellomledd i denne verdipapiriseringsstrukturen, og kjem ut i andre enden i form av avkasting til investorane som har kjøpt obligasjonar i lånepakken.

Kvifor gjere dette? Føremålet med å selje vidare og lage

Ingrid Hjertaker er rådgjevar for den norske greina av Tax Justice Network, utdanna statsvitar med fordjuping i bankregulering og finansmarknader. Saman med professor Bent Sofus Tranøy ga ho i 2017 ut *Ustabilitetens politiske økonomi - om fremveksten av finansialisert kapitalisme*.

verdipapir ut av lån er å spreie risikoen som alltid hefter ved lån – nemleg at lånet ikkje blir betalt tilbake. I staden for at långjevar set med heile risikoen for at låntakaren ikkje klarer å tilbakebetale lånet, blir denne risikoen no delt blant alle som kjøper verdipapir med krav på lånepakken. Om du misligheld bustadlånet på til dømes 4 millionar, som elles ville ha betydd eit tilsvarande tap på 4 millionar for banken din, vert dette tapet no berre på ein brøkdell av ein prosent for den samla lånepakken.

Fordi risikoen er spreidd, blir det meir attraktivt for dei med pengar til overs (investorar) å skulle investere i denne type gjeld heller enn å investere i aksjar eller andre aktiva. Vi kan då få meir kapitaltilførsel i økonomien, og låntakarar kan få billegare lån.

Kvifor er verdipapirisering problematisk?

Som er tilfelle med så mykje av det som skjer i finanssektoren, er verdipapirisering slik det skjer i praksis ganske langt unna dette teoretiske glansbiletet som vart teikna her. I tiåret før finanskrisa i 2007 såg vi ein sterk vekst i denne typen verksemd, særleg verdipapirisering av risikable amerikanske bustadlån. Då krisa braut ut, viste deg seg at investorar over heile verda satt med tap frå den amerikanske bustadsektoren – alt frå japanske pensjonsfond til norske kommunar. Det vart også raskt klart at desse investorane ikkje eigentleg visste kva det var dei hadde investert i, og at finanstillsyna i dei ulike landa heller ikkje hadde oversikt over kredittrisikoen eller korleis dette kom til å påverke stabiliteten i heile systemet.

Eit problem som no verkar openbart, vart først anerkjent i kjølvatnet av krisa: at om dei som gjev kunden eit lån ikkje er dei som sit med risikoen for manglande tilbakebetaling, så har dei ikkje sterke insentiv til å vurdere om kunden kan betene lånet. Manglande tilbakebetaling er ikkje lenger banken sitt problem. Om dei same aktørane attpåtil får betalt etter kor mange lån dei gjev, så får du nokså perverse incentivstrukturar hjå dei som tek avgjerslene om kven som skal få lån.

Krisa synta at verdipapirisering var ein svært lukrativ

verksemd for finanssektoren. Som mellomledd og tilretteleggjarar tente dei godt i form av avgifter og gebyr. For låntakaren i eine enden og investoren i den andre, virka ikkje systemet like godt. Verdipapirisering inneber gjerne 5-6 institusjonelle ledd mellom låntakar og investor, med store moglegheiter for informasjonstap på vegen. Institusjonane som pakkar lån og lagar verdipapir ut av dei, er også ofte registrert i skatteparadis, og då blir det vanskeleg for både skattemyndigheiter og finanstilsyn å finne ut kven som står bak desse føretak og kvar i systemet dei store farane ligg. Investorane anar ikkje kva dei har investert i, og låntakarane anar ikkje kven dei skuldar pengar.

Finansregulering i EU etter finanskrisa

I Noreg er denne typen praksis førebels ulovleg, og Finanstilsynet gjev berre norske bankar eit avgrensa løyve til å selje vidare lån. Dette har norsk finanssektor lenge vore misnøgde med, både før krisa og no. Finanssektoren ynskjer at norsk lovverk skal vere likt EU sitt på dette feltet, og argumenterer for at norsk finanssektor ikkje er konkurransedyktig internasjonalt med dagens lovverk.

I kjølvatnet av krisa og alle problema krisa avdekka stramma dei fleste land inn sitt regelverk for verdipapirisering, inkludert USA og EU. Mange av reformene som er innført er kloke innstrammingar – som regelen om at banken som gjev lånet til ein kunde ikkje får lov til å vidare selje heile lånet, men må sitte igjen med ein liten del av risikoen sjølv. Investorar har no også rett til å få innsyn i dokumenta om kva for lån som ligg i lånepakken.

Som følgje av dei nye, strengare reglane som kom på plass kollapsa nærast heile marknaden for denne typen finansprodukt i Europa. Etter omfattande lobbyverksemd frå sektoren har EU difor igjen deregulert verdipapiriseringsmarknaden. Regelverket er enn så lenge framleis sterkare enn det var i 2007, men det er svakare enn det var for fem år sidan. Dei grunnleggande problema med denne praksisen har ikkje vorte fiksa: I slike komplekse verdipapiriseringsprosessar er det svært vanskeleg for låntakarar, investorar og finanstilsyn å skaffe seg

nok informasjon om moglege gevinstar, kostnader og risiko – informasjon dei treng for å ta gode val.

Kvifor er det problematisk å deregulere?

Hyman Minsky er kjent for å ha sagt at grunnlaget for finanskriser alltid blir lagt i stabile tider, når vi gløymer dei gode grunnane til at vi har strenge reguleringar på finanssektoren og deregulerer på nytt.

Norsk finanssektor ynskjer at vårt regelverk skal vere likt det som EU har på dette området, noko som vil bety ei deregulering av norsk finans. At finanssektoren ynskjer dette, er ikkje overraskande. Erfaring frå andre land tilseier at dette er ein svært lukrativ geskjeft for finansinstitusjonar. Dei tek seg godt betalt for å pakke og vidareselje lån på denne måten, samstundes som dei får kvitte seg med deler av kredittrisikoen dei i dag må halde sjølv.

Dette er derimot ikkje ein god grunn for at vi som samfunn skal gje etter for krava til finanssektoren. Dei fleste norske finansinstitusjonar går med solide overskot sjølv under dagens regelverk, og mangel på kreditt er ikkje eit stort problem i norsk økonomi i dag, tvert i mot er norske hushald allereie på gjeldstoppen internasjonalt.

Finanskriser viser oss gong på gong at finanssektoren kan valde stor skade på resten av økonomien, og at sektoren ofte må reddast av staten. Difor er det rimeleg å legge føringar på kva finanssektoren får og ikkje får gjere i gode tider, sjølv om føringane går marginalt ut over lønnsmda i sektoren.

At Noreg har strengare finansregulering enn mange av våre naboland, var noko dei fleste meinte var klokt for 10 år sidan då finanskrisa herja. Det er like klokt i dag.



Sentralbanken: Den europeiske sentralbanken (ESB) i Frankfurt er krumtappen i EUs regulering av eurosone. (Foto: Wikimedia Commons.)

***Er det mulig for
Norge å føre en
selvstendig
finansiell politikk
når vi er knyttet til
EU gjennom EØS?***

EU har gjennom de siste ti årene tatt store skritt i retning av en felles overnasjonal finansiell politikk. Norge, som EØS-land, har fulgt de store trekkene i denne utviklingen.

Av Ole Kvadsheim

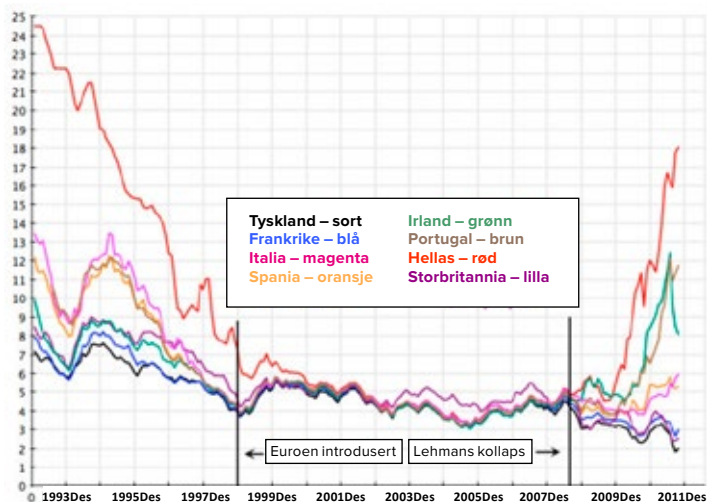
Det var høsten 2008 nøyaktig ti år siden den amerikanske banken Lehman Brothers gikk konkurs, og med det startet den mest langvarige økonomiske resesjonen i moderne tid. Det er i lys av denne krisen at vi er nødt til å forstå EUs utvikling av en mer harmonisert og overnasjonal innordning av Europas finanspolitikk. Finanskrisen avdekket noen enorme svakheter med eurosamarbeidet, og måten man forsøkte å disiplinere finansmarkedene i Europa på. EU var ikke forberedt på krisen og møtte den på verst tenkelig måte. Utviklingen av EUs finansunion, som Norge i stadig større grad tilslutter seg, kan sees som et svar på dette.

Sikkerheten man trodde oppsto i kraft av å knytte svakere økonomier opp mot en felles sentralbank, med felles valuta, brast så fort tilliten til finansmarkedene gikk ned som følge av krisen. Resultatet ble at alle dem som satt igjen med store mengder statsobligasjoner havnet i en prekær situasjon, noe som medførte økt risikokompensasjon i form av obligasjonsrenter, illustrert i figur 1.

Problemet med euroen

Den korte versjonen av det bakenforliggende problemet med hele eurosamarbeidet er at det på sikt oppstår problemer når du skal føre en felles pengepolitikk, uten verktøy for å føre en felles finanspolitikk. Et av EUs svar på dette var opprettelsen av et felles eurofond, European Stability Mechanism, som skal sikre tilstrekkelig kapital til å kunne overføre større beløp til kriserammede euroland. Norge er ikke med i dette fondet. Samtidig har EU i etterkant av krisen gått lengre i å gripe direkte

Ole Kvadsheim er styremedlem i Nei til EU og studerer samfunnsøkonomi ved Universitetet i Oslo.



Figur 1: Renter på tiårige obligasjoner i eurosonen og Storbritannia, januar 1993 til oktober 2011. (Kilde: European Central Bank Statistical Data Warehouse.)

inn i nasjonalstatenes statsbudsjetter for å sikre at kriteriene i stabilitetspakten blir opprettholdt. Italia og Frankrike fikk for eksempel statsbudsjettet sitt i retur fra EU-kommisjonen i 2014, med krav om ytterligere innsparinger.¹

Den andre store faktoren som har vært gjenstand for debatt og kontrovers innad i EU, i etterkant av krisen, er måten unionen møtte bankkrisen på. I likhet med USA, møtte EU-landene den finansielle uroligheten med å redde de store bankene i frykt for konsekvensene om disse skulle gå over ende. Krisepakkene til bankene ble finansiert av skattebetalerne i de respektive EU-landene. I ettertid har flere EU-politikere lagt seg på en linje hvor man i stedet sikter mot å la bankene, og dermed aksjonærene i bankene, ta regningen ved fremtidige bankkriser. Å opprette et sett med felles mekanismer for hvordan man skal møte fremtidige bankkriser, har derfor vært en sentral del av EUs felles finansielle politikk.

Den tredje relevante faktoren er ønsket om å forhindre at en ny finanskris i det hele tatt oppstår. EUs utvikling på dette området har siktet mot å utvikle felles regler for tilsyn av relevante aktører, enten det er snakk om stater eller banker, for å se

til at man ikke påtar seg en uforsvarlig høy risiko. På den måten har for eksempel Den europeiske sentralbanken fått ansvar for å overvåke driften av de 130 største bankene i euro-området, samtidig som man i 2010 opprettet et eget overnasjonalt finanstilsyn.

Tre elementer i EUs finanspolitikk

Man kan altså koke EUs finanspolitiske og finansielle utvikling i etterkant av krisen ned til tre overordnede elementer:

- Mekanismer for å sikre felles restriksjoner på offentlig finanspolitikk, og pengeoverføringer i krisesituasjoner.
- Felles regler for hvilke krav som skal stilles til banker og selskaper og mekanismer for å håndtere fremtidige bankkriser.
- Felles overnasjonalt finanstilsyn.

Det er med de to siste punktene at debatten om EUs felles finansielle politikk fant veien til Norge. Takket være nei-seieren i 94 fører vi fortsatt en selvstendig pengepolitikk med egen valuta og fri rentesetting, ettersom vi ikke er en del av EUs monetære union (EMU). Vi er ikke underlagt stabilitetspakten, og står derfor fritt til å utforme statsbudsjettene våre uten å måtte skaffe oss et godkjentstempel fra EU-kommisjonen. På den måten er det hypotetisk mulig for Norge å ha perioder med store underskudd på statsbudsjettet uten at EU har noe de skulle ha sagt. I motsetning til euroland kan vi ikke tvinges til å gjøre kutt i offentlige utgifter som befolkningen er imot. Disse argumentene kan selvsagt virke litt fjerne, all den tid Norge har et gigantisk oljefond å lene seg på. Det illustrerer likevel den økonomiske friheten til å drive en aktiv finanspolitikk som følger med retten til å føre en selvstendig pengepolitikk.

Suverenitetsavståelse til finanstilsynet

Norge er imidlertid, gjennom EØS-avtalen, tilknyttet EUs indre marked, med fri flyt av kapital som en av de fire frihetene. Det betyr at mange av de tiltakene EU har gjort i etterkant av eurokrisen, har vært å anse som EØS-relevante. Blant disse er overføring av tilsynsmyndighet til det europeiske finanstilsynet.

EUs finanstilsyn har mandat til å gi bindende pålegg til nasjonale finanstilsyn og selskaper.²

Mye av debatten om finanstilsynet i Norge handlet om det rettslig problematiske med suverenitetsoverføringen. Gjennom EØS-avtalen har Norge en observatørstatus i EUs finanstilsynsorganer. Grunnloven åpner imidlertid ikke opp for at Norge kan overføre suverenitet til et organ vi ikke er fullt medlem av. For regjeringen betydde dette at man var nødt til å gå via et annet organ for at grunnlovens § 115 om suverenitetsavståelser kunne komme til anvendelse. Siv Jensen løste i 2016 den juridiske floken ved å gå via EFTAs overvåkningsorgan, ESA, som skulle fungere som et bindeledd mellom EUs og Norges finanstilsyn. Det betyr at ESA på papiret får ansvar for å drive finanstilsyn i Norge, og se til at det gjøres endringer i regelverket som er i tråd med EUs kontinuerlige utmeisling av felles regler for finansmarkedene. I realiteten er imidlertid ESA satt til å gjøre rene kopivedtak, all den tid de verken har mottatt vesentlig kompetanseheving eller kapasitetsøkende midler i tråd med organets nye ansvarsområder.

Redusert innskuddsgaranti

Sammen med denne suverenitetsoverføringen, har vi harmonisert deler av regelverket vårt med EUs standarder. Et interessant eksempel på dette er implementeringen av EUs reviderte innskuddsgarantidirektiv, som legger opp til mer samkjørte regler for utbetaling av sparepenger når en bank har betalingsproblemer. Regjeringen er i disse tider i dialog med EU med sikte på å få videreført dagens norske praksis, med en innskuddsgaranti på 2 millioner kroner, heller enn på 100 000 euro, slik direktivet legger opp til. Hva resultatet av dette arbeidet blir, gjenstår å se. Samkjøring av denne standarden vil i så fall gjøre at EU-regler som fungerer som et gulv for noen land, ender opp med å bli et tak i Norge. Flere EU-land har måttet sette opp sin lovfestede innskuddsgaranti, som følge av EU-reglene. Sett bort fra suverenitetsaspektet ved dette, er ordningen ikke så dum. For vår egen del blir vi derimot tvunget i feil retning. At vi mer enn halverer den norske innskuddsgarantien kan gi økt urolighet

ved en fremtidig potensiell bankkrise. Dersom folk ikke stoler på at de kan ta ut pengene sine fra banken, er den naturlige responsen nettopp å prøve å ta ut pengene sine. Dersom nok folk gjør dette samtidig har du en situasjon hvor banken ikke lengre er i stand til å gjennomføre disse utbetalingene. Da har du for alvor en bankkrise.

I 2017 la Kommisjonen frem en rekke forslag som skal bygge videre på EUs finanstilsyns rolle i Europa. Blant forslagene til utvidede mandater for EUs finanstilsyn, er blant annet retten til å bøtelegge banker. Samtidig skal finanstilsynet på samme måte som for eksempel ACER, få mulighet til å fatte bindende vedtak dersom det oppstår tvister mellom nasjonale finanstilsyn.³ I et brev som ble sendt fra EFTA-landene til EUs institusjoner i april 2017, fremgår det at EFTA-landene er bekymret for at disse utvidede mandatene bidrar til å underminere to-pilarsystemet som EØS-avtalen er bygget på, da EUs finanstilsyn i stadig større grad får en tilnærmet direkte myndighet innad i EØS-landene.⁴ Resultatet er at vi gradvis styrer mindre av egen finansiell politikk.

Noter

1 NRK 02.06.14, <https://www.nrk.no/urix/disse-landene-far-godkjent-av-eu-1.11753598>

2 Finanstilsynet: «Tilsynssamarbeid i EØS», 25.04.17, www.finanstilsynet.no/tema/finanstilsyn-og-regelverk-i-eos/tilsynssamarbeid-i-eos/

3 EU/EØS-nytt 02.05.18, <https://www.stortinget.no/no/Hva-skjer-pa-Stortinget/EU-EOS-informasjon/EU-EOS-nytt/2018/eueos-nytt---2.-mai-2018/>

4 EEA EFTA Comment, 24.04.18, <http://www.efta.int/sites/default/files/documents/eea-eea-efta-comments/2018/EEA-EFTA-Comment-on-ESAs-and-ESRB-review.pdf>

***Hvordan ønsker
EU å videreutvikle
finanstilsynet, og
hva betyr dette for
norsk suverenitet?***

EU behandler forslag som skal gi et mer sentralisert, uavhengig og handlekraftig finanstilsyn på EU-nivå. Norge og EFTA-landene er kritisk.

Av Morten Harper

Det sentrale trekket ved EUs utvikling – når vi ser på styrings-systemet i unionen – er at myndighet i både små og store steg overføres fra det nasjonale nivået til institusjoner på EU-nivå. EU har ved siden av EU-kommisjonen etablert et forvaltnings-apparat med byråer på en rekke samfunnsområder, deriblant et finanstilsyn som består av tre byråer og et risikoråd. Norge ble underlagt EUs finanstilsyn med et omstridt vedtak i Stortinget mai 2016 (se kapitlet foran «Er det mulig for Norge å føre en selvstendig finansiell politikk når vi er knyttet til EU gjennom EØS?»).

EUs finanstilsyn er EBA (bank), ESMA (verdipapir), EIOPA (forsikring og pensjon) og risikorådet ESRB. Bare halvannet år etter den norske tilknytningen, fremmet EU-kommisjonen forslag om å gi byråene økt myndighet og ansvar for direkte tilsyn på flere områder. Den såkalte Finanstilsynsrevisjons-pakken, lagt frem i september 2017, består av en melding som staker ut kursen samt fire forslag til forordninger som endrer dagens reguleringer av EU-byråene og risikorådet, samt også MIFID II- og Solvens II-direktivene.¹ De sistnevnte direktivene regulerer verdipapirforetak og vurderinger av betalingsevne.

EU-Kommisjonen la så i september 2018 frem nok et dokument som på enkelte punkter endrer eller utdyper forslagene fra 2017. Det nye forslaget omhandler tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering, og gir EUs banktilsynsmyndighet EBA en ledende rolle. Arbeidet skal sentraliseres ved å samle

Morten Harper er jurist og utredningsleder i Nei til EU. Han har blant annet skrevet skriftserieheftene om Lisboa-traktaten og EUs energiunion, samt redigert boken *Europa 2027* om scenarier for utviklingen i EU og Europa.

oppgaver hos EBA, som tidligere har ligget hos forsikrings- og pensjonstilsynsmyndighet (EIOPA) og EUs tilsynsmyndighet for verdipapirmarkedene (ESMA).² Målet er å sikre et økt tilsyn av finansforetakene og effektiv håndhevelse, som også kan bety overstyring av nasjonale tilsynsorganer.

Treårsplan fra EU

Forslagene er fortsatt til behandling i EU-parlamentet og rådet, med EU-landenes ministre. Når regelverket er vedtatt, skal det i utgangspunktet inn i EØS-avtalen, hvis ikke et av EFTA-landene (Norge, Island og Liechtenstein) bruker vetoretten.

EU-kommisjonen beskriver selv at forslaget skal gi et mer sentralisert, uavhengig og handlekraftig tilsyn på EU-nivå. Dermed skal man legge til rette for mer integrerte markeder og en felles finansiell union.

I praksis betyr dette at de tre EU-byråene skal få flere oppgaver i oppfølgingen av regelverket, både overfor nasjonale tilsynsmyndigheter og foretak.³ EUs finanstilsyn skal hvert tredje år fastsette en tilsynsplan med strategiske mål og prioriteringer. Nasjonale myndigheter skal innarbeide disse målene og prioriteringene i sine årsplaner, og får en plikt til å rapportere til EUs finanstilsyn om målene er nådd.

Kan gripe inn på eget initiativ

Det foreslås også at EUs finanstilsyn skal få større mulighet til å gripe inn, megle og fatte vedtak ved uenighet mellom nasjonale tilsyn. I motsetning til i dag, skal EU-byråene kunne involvere seg i tvister på eget initiativ.

EU-byråene skal få enklere tilgang til informasjon fra nasjonale tilsyn, finansdepartement og finansforetak. De får også utvidet myndighet til å gi bøter eller innføre andre sanksjoner overfor banker og andre finansforetak. Rapportering av alle transaksjoner i noterte verdipapirer og derivater skal flyttes fra nasjonale tilsynsmyndigheter til verdipapirbyrået ESMA.

Kommisjonen foreslår videre at EIOPA skal få en større rolle i godkjenningsprosessen for forsikringsselskapenes interne modeller for beregning av solvenskrav.

Direkte tilsyn på flere områder

Godkjenning av og tilsyn med flere typer foretak og verdipapirprodukter skal overføres fra nasjonalt nivå til ESMA. EU-byrået skal ha direkte tilsyn med leverandører av datarapporterings-tjenester. ESMA skal også føre tilsyn med såkalt alternative investeringsfond, som finansiering til nye og innovative foretak, tiltak med sosial profil eller langsiktige investeringer som infrastruktur. I tillegg skal ESMA overta kontrollen av fire kategorier prospekter, deriblant notering av obligasjoner mot profesjonelle investorer og spesialutstedere innenfor eiendom, mineralselskaper (inkludert oljeleting), shipping og farmasi. Alt i alt betyr dette en betydelig myndighetsoverføring fra nasjonale organer til EU-byrået.

EFTA-landene frykter nytt styresystem

Norge, Island og Liechtenstein sendte i april 2018 felles brev til EU-kommisjonen der de er kritisk til forslagene om å gi EUs finanstilsyn økt myndighet. EFTA-landene ber om større fleksibilitet i reglene, slik at man kan gjøre nødvendige nasjonale tiltak. I brevet heter det videre at nye direkte tilsynsoppgavene bør begrenses til tilfeller hvor nasjonale tilsyn er åpenbart dårligere, og det må tas hensyn til prinsippene om nærhet og proporsjonalitet.⁴

EFTA-landene er særlig bekymret for den nye organiseringen av EU-byråene, der det skal opprettes et nytt utøvende styre (Executive Board) som kun består av styreleder og et fåtall medlemmer på heltid. Medlemmene skal oppnevnes av EU-rådet. EU-kommisjonen har i tillegg en observatørrolle i styrene. Mens det norske finanstilsynet er representert i dagens byråstyrer, dog uten stemmerett, mister man denne representasjonen i de nye styrende organene. I brevet heter det at EFTA-landene må sikres deltagelse også i de nye utøvende styrene.

Begrunnelsen for EU-kommisjonens forslag er imidlertid nettopp å begrense nasjonal representasjon og interesser, også fra EUs egne medlemsland. I stedet ønsker man oppnevnte, profesjonelle styremedlemmer.

Suverenitet og kopivedtak

De nye utøvende styrene skal ha brede fullmakter. Her skal de strategiske tilsynsplanene vedtas, med oppfølging av nasjonale myndigheters gjennomføring. Dessuten håndterer de meglings og avgjørende vedtak ved uenighet mellom nasjonale tilsyn. De har også oppfølging av brudd på EØS-regelverk samt vurdering av tilsynspraksis i medlemslandene. De utøvende styrene har dessuten adgang til å hente inn informasjon fra medlemsland og finansinstitusjoner, og kan ilegge bøter/tvangsmulkt.

Da EUs finanstilsyn ble tatt inn i EØS-avtalen i 2016, ble det laget en ordning der bindende vedtak for EFTA-landene formelt gjøres av overvåkingsorganet ESA, men vedtakene er skrevet av EU-byråene. Grunnlovens § 115 angir at det bare kan avgis suverenitet til et organ der Norge er medlem, og EØS-avtalen bygger på et to-pilarsystem der EFTA-landene ikke skal være direkte underordnet EU. Hvorvidt en EØS-tilpasning av Finanstilsynsrevisjonspakken vil følge den samme kopivedtakmodellen er uvisst. Reelt sett innebærer denne ordningen myndighetsoverføring til EU, selv om et vedtak formelt stemples av ESA. Det vil i alle fall være i strid med § 115 hvis et EU-byrås styre skal ha direkte beslutningsmyndighet overfor for eksempel norske banker.

Noter

1 Se Europalovs oversikt over Finanstilsynsrevisjonspakken, <https://europalov.no/pakke/finanstilsynsrevisjonspakken>

2 For en nærmere fremstilling av dette forslaget, se departementets EØS-notat 20.11.18, «Endring i EU-struktur om tilsyn for å hindre hvitvasking og terrorfinansiering», <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2018/sep/ending-i-eu-struktur-om-tilsyn-for-a-hindre-hvitvasking-og-terrorfinansiering-/id2619877/>

3 Se også departementets EØS-notat, 26.11.18, <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2017/okt/revisjon-av-eus-finanstilsynssystem-esfs/id2580169/>

4 ABC-nyheter 02.05.18, <https://www.abcnyheter.no/nyheter/politikk/2018/05/02/195392835/siv-jensen-urolig-okt-overnasjonal-makt-til-eus-finanstilsyn>

Har EU lært av finanskrisa?

- Hva er EUs kapitalmarkedsunion, og hvorfor bør vi bry oss om den?
- Fører friere kapitalflyt, slik EU legger opp til, nødvendigvis til mer verdiskapning?
- Er det mulig for Norge å føre en selvstendig finansiell politikk når vi er knyttet til EU gjennom EØS?
- Hvordan ønsker EU å videreutvikle finanstilsynet, og hva betyr dette for norsk suverenitet?

Det er sentrale spørsmål som blir besvart i denne utgaven av Nei til EUs skriftserie Vett.

Redaktør er Arve Omtvedt Berntzen, med bidrag fra Erik S. Reinert, Ingrid Hjertaker, Ole Kvadsheim og Morten Harper.



Bli medlem med SMS:
Send **NEITILEU** navn og
e-post til **2090** (kr 200,-)