

# Har tyskerne gitt opp?

KRONIKK HALVOR MEHLUM

Dagens Næringsliv –side 4 2. desember 2011

## Den umiddelbare fremtiden til eurosamarbeidet avhenger av Tyskland.

Tyskland kan gi grønt lys til at Den europeiske sentralbanken, ECB, skal trykke penger og kjøpe sør-europeiske obligasjoner og dempe de stadig økende rentenivåene.

Eventuelt kan tyskerne gå inn for opprettelse og utstedelse av europeiske fellesobligasjoner, såkalte «euro-bonds». Slike obligasjoner vil kunne gi billigere finansiering for land i sør. Også dette vil holde rentenivåene i sør i sjakk.

Begge tiltakene vil kunne hjelpe land i sør unna mislighold, ihvertfall på kort sikt, men for Tyskland har begge tiltakene viktige kostnader. Dersom ECB trykker penger, vil inflasjonen i euroområdet kunne øke. ECBs møysommelig opparbeidede rykte som en garantist for lav inflasjon vil svekkes.

Tyskland vil kunne måtte betale for dette i fremtiden med høyere renter på sin statsgjeld. Samtidig vil inflasjon kunne sette i gang tysk lønns-og prisvekst som gjør at tyskerne mister noe av sin internasjonale konkurransekraft.

Fellesobligasjoner vil på sin side bety at tysk førsteklasses kredittverdighet blir kombinert med italiensk tredjeklasses kredittverdighet. Italienernes renter vil synke, mens tyskernes vil gå opp.

Både trykking av penger og fellesobligasjoner har altså kostnader for Tyskland, men holdt opp mot de enorme kostnadene forbundet med en oppløsning av eurosamarbeidet, burde avveiningen være lett. Til tross for dette holder tyskerne bastant igjen i forhold til begge disse tiltakene.

Det er påfallende at krisen har kunne pågå så lenge uten at noen konkrete planer for løsning er kommet på bordet. Den slående mangel på samordning mellom Tyskland og Europakommisjonen i deres opptreden i offentligheten tyder på at det heller ikke under overflaten finnes noen plan for løsning.

Hvorfor stritter tyskerne imot når Europakommisjonen foreslår fellesobligasjoner? Forstår virkelig ikke tyskerne at de sitter med nøkkelen til euroens overlevelse?

Svaret kan være ganske enkelt. Det er slett ikke sikkert at tyskerne tror at mislighold kan unngås og at euroen kan reddes. Men er det ikke uansett et forsøk verdt?

Problemet er at kostnadene ved pengetrykking eller fellesobligasjoner blir enorme for Tyskland hvis landene i sør til tross for tiltakene skulle misligholde. Dersom tyskerne garanterer for Italias gjeld, og Italia om to år erklærer at de må misligholde en fjerdedel av gjelda, vil regningen bli 500 milliarder euro. Italias mislighold kan godt tenkes å bli enda større.

Hvis i tillegg Spania og andre misligholder, kan regningen havne på 1000 milliarder euro. Det er ikke langt unna et halvt tysk nasjonalprodukt.

«Løsningen» med at ECB trykker penger, er ikke mye annerledes. Et mislighold vil da i første omgang ramme ECBs regnskaper, men Tyskland som den store eieren av ECB vil bli sittende med hoveddelen av regningen også da.

Kostnadene ved en feilslått redningsaksjon vil altså være enorme for garantistene, mens kostnadene bare er moderate dersom redningen skulle lykkes. Så en redningsaksjon for euroen er bare fornuftig dersom det er stor sannsynlighet for at den faktisk vil lykkes.

Kan mislighold unngås ved at landene i sør disiplineres til å moderere sine gjeldsopptak?

Et av tiltakene som er ment å forhindre mislighold, er å straffe land som går med for store

underskudd. Et konkret forslag fra tyskernes avgåtte ECB-topp Jürgen Stark er at det innføres en bot på 0,2 prosent av nasjonalproduktet for et land som bryter stabilitetspaktens regel om at de årlige underskuddene ikke skal overstige tre prosent av nasjonalproduktet.

En slik bot kunne kanskje hatt en effekt på budsjettunderskuddene de første årene etter at euroen ble innført. I dag er de aller fleste euroland langt utenfor treprosentgrensen. Boten vil fungere som en lik skatt for samtlige land. De siste års låneopptak viser uansett at høy pris på lånte penger ikke er tilstrekkelig avskrekkende.

Tyskerne kan med rette frykte at renter holdt betydelig nede av tyske garantier, kombinert med en moderat bot, vil friste italienerne og portugisere til ytterlige låneopptak snarere enn å begrense dem.

Det som virkelig kunne hjulpet på eurolandenes gjeldsproblemer, ville være en periode med solid og vedvarende vekst. Det ser dessverre ikke ut til at noen tror på denne muligheten. Det er påfallende hvordan eurolandenes politikkdiskusjoner mangler ambisjoner om å løse en av gjeldskrisens hovedårsaker, nemlig veksten som bråstoppet etter finanskrisen.

Så hva er løsningen for tyskerne? Kanskje de ikke ser noen løsning, og kanskje det nettopp er derfor de hengir seg til å terpe på behovet for sanksjoner for å understøtte stabilitetspakten.

Diskusjonen om sanksjoner burde imidlertid vært tatt på 1990-tallet. I dag setter den diskusjonen bare fingeren på en av de mange graverende tabber eurolandene gjorde da de konstruerte eurosystemet.

Det vil være en historisk nedtur om eurosamarbeidet kolliderer, men det kan virke som om tyskerne har innsett at eurosamarbeidet uansett er en historisktabbe. De ser kollapsen komme og ser derfor ingen institutt, Universitetet i Oslo grunn til å strø om seg med penger eller garantier for å redde et allerede havarert prosjekt.