

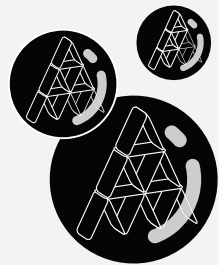
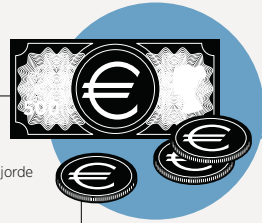
Tema

Lærdommer fra finanskrisen

Den økonomiske krisen i Europa

FØR KRISEN

Gode tider, optimisme og undervurdering av risiko gjorde det lett å finansiere oppbygging av gjeld i Europa.



BOLIGBOBLER

- ▶ Irland
- ▶ Spania



RENTER

Portugal	▶ 13,4%	Irland	▶ 8,4%
Italia	▶ 7,1%	Tyskland	▶ 1,8%

Portugal



Frankrike

Tyskland

Italia



GJELD



LÆRDOMMER

Lærdom 1: At det er viktig å føre en stram økonomisk politikk i gode tider.

Lærdom 2: At land i en pengeunion kan være sårbare overfor gjeldskriser.

Lærdom 3: At også medlemmer i en pengeunion må ta hensyn til handelsbalansen og den kostnadmessige konkurranseevnen

Lærdom 4: At det er et skjebnefellesskap mellom nasjonalstater og landets banker.

Se artikkel av professor Steinar Holden, Økonomisk institutt, UiO



VÆR BEREDT!

Omskiftelige tider og usikre utsikter har gjort investerrollen mer krevende. Intellektuell åpenhet og et langsiktig perspektiv er viktige forutsetninger for å lykkes.

Se artikkel av sjeføkonom Thomas Ekeli, Folketrygdfondet

DEMONSTRASJONER MOT REFORMER

- ▶ Hellas



HØY ARBEIDSLEDIGHET

Spania	▶ 23%	Hellas	▶ 21%
--------	-------	--------	-------

Hellas

LÆRDOMMER FRA FINANSKRISEN

GJELDSKRISEN I EUROPA – BAKGRUNN OG LÆRDOMMER*

2011 var et dystert år for europeisk økonomi. Mange land, særlig innen euro-området, hadde alvorlige problemer med høy offentlig gjeld og store budsjettunderskudd.

AV PROFESSOR STEINAR HOLDEN, ØKONOMISK INSTITUTT, UNIVERSITETET I OSLO

Hellas, Irland og Portugal var avhengige av kriselån fra IMF og andre EU-land. Store land som Spania og Italia måtte betale høye renter, opptil 6-7 prosent, på 10-årslån, fordi markedet fryktet at heller ikke disse landene ville kunne betale sine lån. Arbeidsledigheten var høy og økende i mange land, særlig i Spania og Hellas, med rundt 20 prosent ledighet. Denne situasjonen stod i skarp kontrast til det i hovedsak lyse bildet man kunne se fem år tidligere. I denne artikkelen vil jeg se på hvordan det kunne gå så galt, og hvilke feil som ble gjort. Deretter vil jeg drøfte noen av de lærdommer en kan trekke. Jeg vil også kort nevne et par konklusjoner en bør være mer forsiktig med å trekke.

Bakgrunn – hvordan kunne det gå så galt?

I utgangspunktet var det kanskje overraskende at den første ordentlig alvorlige krisen i euro-området skulle være knyttet til høy offentlig gjeld. Et av de forholdene en la mest vekt på da euro-samarbeidet ble etablert, var at en skulle forhindre at enkeltland skulle skape problemer for andre land gjennom å ta opp for store lån. Derfor innebar Stabilitetspakten strenge regler for de offentlige finanser. Brutto gjeld skulle være under 60 prosent, målt som andel av BNP, og et eventuelt underskudd på offentlige budsjetter skulle være mindre enn 3 prosent av BNP.

Regelverket fungerte imidlertid ikke etter planen. Gjeldskravet ble aldri tatt alvorlig. Som vist i figur 1, var det flere land som hadde altfor høy gjeld i utgangspunktet. I disse landene viste imidlertid gjelden som andel av BNP en fallende tendens på begynnelsen av 2000-tallet, og markedet lånte villig ut til lave renter. Underskuddskravet skapte mer debatt. Her var det mange land som brøt kravet, og EU-kommisjonen innledet også en prosess for å ilegge økonomiske sanksjoner slik Stabilitetspakten foreskrev. Men da også Tyskland og Frankrike brøt reglene, ble sanksjonsprosessen endret til å bli mildere og mer skjønnmessig. Følgen var at de aller fleste euro-landene hadde underskudd

på statsbudsjettet i årene før finanskrisen, til tross for en god konjunktursituasjon med høy vekst i skatteinntektene. Men siden den økonomiske veksten var god i de fleste land, falt altså gjelden som andel av BNP, og bekymringen for de offentlige finanser var liten i de fleste kretser.

Det gunstige bildet var imidlertid misvisende. Medlemskap i euro-samarbeidet innebar mye lavere rentenivå i mange av landene, og dette lave rentenivået stimulerte til høy og stigende etterspørsel. Spania og Irland hadde svært høye investeringsrater gjennom 2000-tallet, spesielt knyttet til boliger, og også i Hellas og til dels Portugal var investeringsnivået høyt. De store investeringene bidro til en utvikling som så god ut, ved å gi sterk vekst i BNP og økte skatteinntekter. Som vist i figur 2 var veksten mye høyere i disse landene enn i Tyskland.

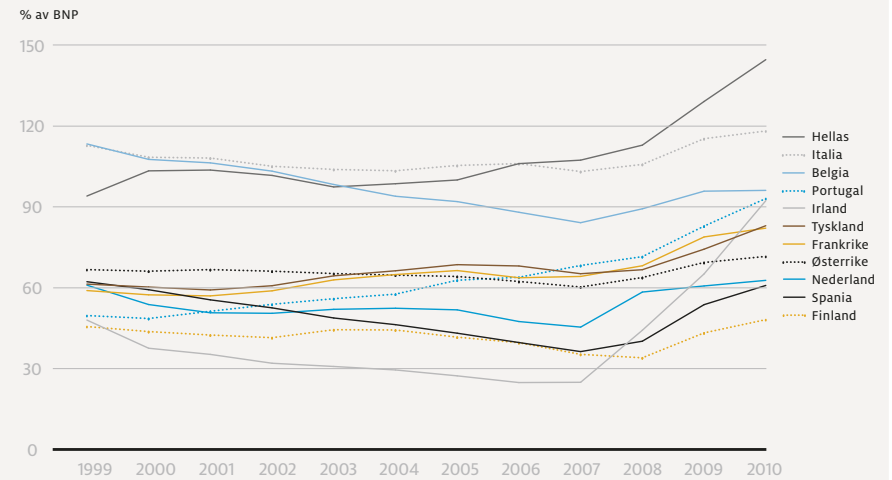
Utviklingen var imidlertid ikke bærekraftig. I Spania og Irland var boligbyggingen altfor stor, stimulert av en boble i boligprisene, og smellet ble høyt da boblen sprakk. I alle fire landene innebar den høye etterspørselen at lønnskostnadene økte mer enn produktiviteten, samtidig som underskuddet på handelsbalansen stadig økte (se figur 3 og 4). Underskuddet på handelsbalansen reflekterte en kraftig økning i privat gjeld. Da finanskrisen kom, og muligheten for ny gjeldsfinansiering ble vesentlig vanskeligere, måtte ubalansene rettes opp. Privat forbruk og investeringer falt kraftig, og resultatet ble lavere skatteinntekter og en rask økning i offentlig budsjettunderskudd og gjeld.

» I Spania og Irland var boligbyggingen altfor stor, stimulert av en boble i boligprisene, og smellet ble høyt da boblen sprakk.

Hvorfor gikk det så galt? En sentral årsak var trolig ulik utgangsposisjon da pengeunionen ble opprettet i 1999. Som nevnt innebar lave renter en kraftig økonomisk stimulans

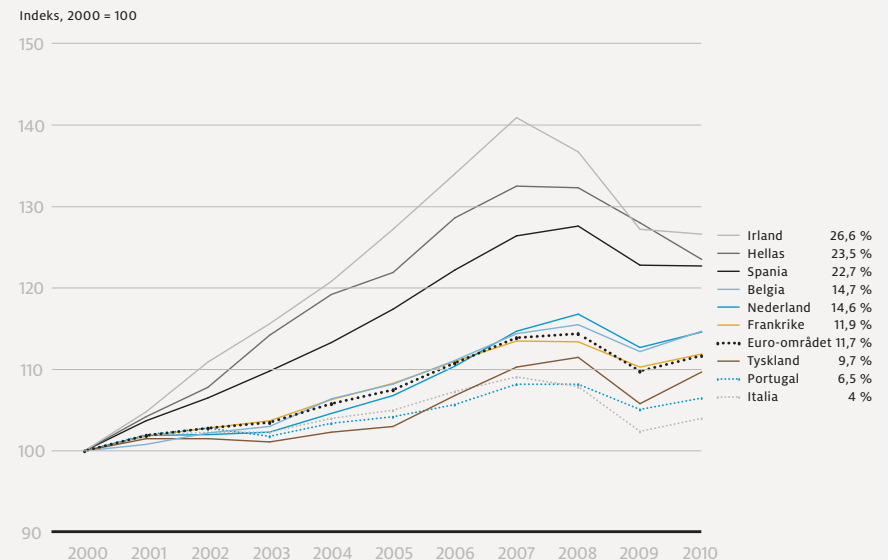
OFFENTLIG GJELD SOM ANDEL AV BNP

Kilde: Eurostat



ØKONOMISK VEKST I UTVALGTE EURO-LAND

Kilde: Eurostat



*Takk til Thomas Ekeli for gode kommentarer til et tidligere utkast. Artikkelen er skrevet i januar 2012.

i mange land. I Tyskland la en derimot vekt på å senke kostnadsnivået for å bøte på de strukturelle problemene etter samlingen, og veksten ble lav. Dermed ble konjunkturutviklingen svært forskjellig. Siden det nominelle rentenivået må være det samme i hele pengeunionen, var det ikke mulig å motvirke forskjellene gjennom rentepolitikken. Tvert om ble forskjellen i konjunkturer forsterket gjennom den såkalte Walters-effekten: I Spania og Irland førte høykonjunkturer til høy lønns- og prisvekst, noe som innebar at realrenten, dvs. nominell rente minus prisveksten, ble lav. Den lave realrenten gjorde det billig å låne, noe som bidro til å forsterke høykonjunkturer i disse landene.

I Tyskland var det motsatt. Lavkonjunkturer innebar lav lønns- og prisvekst, slik at realrenten ble høy. Den høye realrenten la så en ytterligere demper på veksten i Tyskland.

Walters-effekten er en grunnleggende destabiliserende mekanisme som en ikke kan unngå i en pengeunion. Men andre ting kunne vært gjort annerledes. En viktig faktor er at finanspolitikken burde vært betydelig strammere i euro-landene under den sterke oppgangen i 2004–2007. Som nevnt førte oppgangen til økte skatteinntekter, men politikerne var gjennomgående tilfredse så lenge en ikke brøt Stabilitetspakten. I disse årene burde euro-landene hatt solide overskudd på statsbudsjettet, både for å betale ned gjelden og for å dempe den kraftige konjunkturoppgangen. I Spania og Irland burde man i tillegg gjort tiltak for å forhindre boligboblen, og da ville særlig strengere reguleringer av kredittmarkedet vært aktuelt.

Lån i fremmed valuta

En annen sentral årsak til den akutte gjeldskrisen, er at euro-landene ikke har sin egen nasjonale sentralbank. Også i land utenfor euro-området, som USA, Storbritannia og Island, ble de offentlige finanser kraftig svekket under og etter finanskrisen. Lengre var det ingen tegn som tydet på at statsgjeldskrisen skulle ramme euro-landene spesielt. Sommeren 2009 kunne euro-landene ennå låne til lavere renter enn det andre land med tilsvarende kredittvurder-

ing måtte betale. I 2010 ble det imidlertid klart at euro-landene var mye mer sårbare, fordi de ikke hadde sin egen nasjonale sentralbank (se for eksempel de Grauwe, 2011).

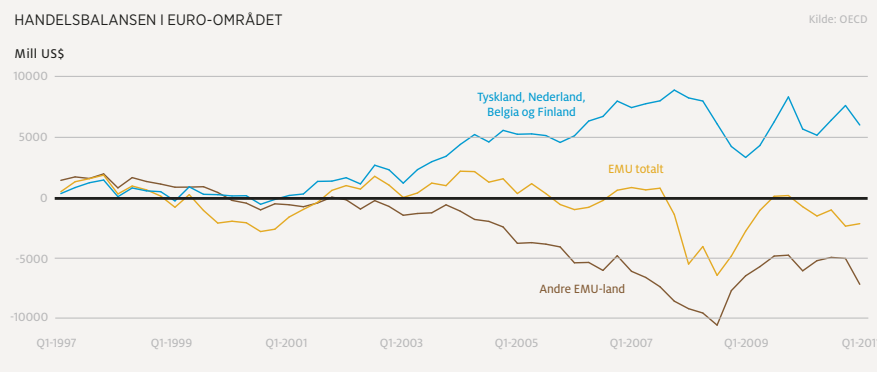
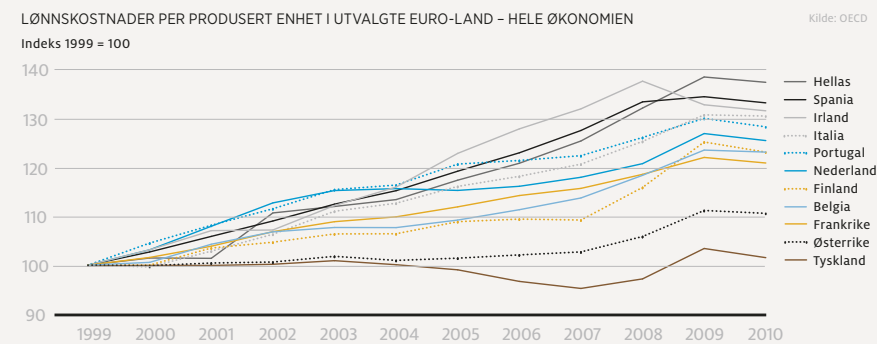
I land med egen sentralbank, der staten låner i egen valuta, har staten alltid mulighet til å la sentralbanken finansiere låneopptakene ved å trykke penger. Dermed er det også svært lite sannsynlig at staten vil la være å betale tilbake lånet: Det er vanskelig å se for seg en situasjon der land som USA og Storbritannia vil misligholde et statslån, når de kan la sentralbanken være långiver i siste instans. Riktignok kan pengetrykking i visse økonomiske situasjoner føre til høy inflasjon. Den risikoen er imidlertid minimal for land i lavkonjunktur med stor ledig produksjonskapasitet og med sentralbanker som nyter allmenn tillit, slik at inflasjonsforventningene er lave, slik tilfellet er for USA og Storbritannia nå.

For euro-landene er bildet et helt annet. For Spania og Italia er euro-lån reelt sett som et lån i fremmed valuta. Dersom et lån forfaller, og Spania ikke har penger til å betale, er landet tvunget til mislighold. Hvis markedsaktørene innser denne muligheten, kan landet komme i en dårlig likevekt: Hvis markedsaktørene frykter at Spania ikke vil greie å betale tilbake gjelden, vil de kreve svært høy rente som kompensasjon for risikoen. Til en så høy rente vil Spania få alvorlige problemer med å betale gjelden. Da kan problemet forsterkes ytterligere – markedet vil ikke låne penger til Spania fordi man regner med at landet vil misligholde gjelden. Når lånet forfaller, og Spania ikke får fornyet lånet, får markedet rett i sin dystre profeti. Hvordan dette kan håndteres, skal vi se på nedenfor.

Veien framover

I løpet av 2011 ble det gjennomført en rekke tiltak for å minske gjeldskrisen i euro-landene. Den europeiske sentralbanken ESB lånte store beløp til kriselandene, dels gjennom store utlån til bankene og dels gjennom kjøp av statsobligasjoner.

I tillegg ble det gjennomført omfattende utlån ved at ESB dekket kriselandenes underskudd i i ESB-systemet, det



såkalte TARGET2. For å ta et konkret eksempel på det siste: Anta at en gresk statsobligasjon forfaller, og regjeringen betaler en utenlandsk lånekunde ved å trekke på sin konto i den greske sentralbanken. Når lånekunden får utbetalt pengene gjennom sentralbanken i sitt eget land, får den greske sentralbanken en tilsvarende gjeldspost til ESB-systemet. Whittaker (2011) rapporterer at gresk offentlig gjeld til andre regjeringer via ESB-systemet økte fra snaut 50 milliarder euro i januar 2010 til 180 milliarder euro i september 2011. Av dette var langt den største delen, 115 milliarder, gjennom TARGET2. Den økte gjelden skyldes både at Hellas hadde et stort underskudd på driftsbalansen i 2010 og 2011, og at kapital ble flyttet ut av Hellas, for eksempel ved at greske privatpersoner flyttet innskudd fra en gresk bank til en tysk bank i Tyskland. Også de andre kriselandene hadde stor gjeld gjennom ESB-systemet. Støtten fra ESB forhindret en akutt gjeldskrise, men det var ikke nok til å få statsobligasjonsrentene ned på akseptable nivåer.

Med en mer dogmatisk og mindre pragmatisk ledelse av ESB kunne resultatet blitt en gjeldskrise for Italia og Spania, med dramatiske konsekvenser for hele Europa.

I desember 2011 ble euro-landene enige om en finanspolitisk pakt. Denne pakten innebar at alle euro-land skulle innføre en ny finanspolitisk regel som sikret at det strukturelle budsjettunderskuddet (det vil si budsjettunderskuddet korrigert for konjunkturelle svingninger i skatteinntektene) ikke skulle bli større enn 0,5 prosent av BNP. Videre innskjerpnet man de eksisterende reglene om at det faktiske budsjettoverskuddet ikke skulle være større enn 3 prosent. Dette ble gjort gjennom å kreve at land som bryter denne regelen, må ha en plan for å minske underskuddet som blir godkjent av EU-kommisjonen og EUs finansministre. I tillegg skal EU-kommisjonen foreslå økonomiske sanksjoner ved brudd på reglene, og disse skal iverksettes automatisk

såfremt det ikke er en kvalifisert majoritet av landene som stemmer imot.

Vel så viktig var det tiltaket som innebar at ESB ga private banker ubegrenset tilgang på 3-års lån til 1 prosents rente. Bankene tok villig imot tilbudet, og lånte nesten 500 milliarder euro. Trolig har den økte låneadgangen vært viktig for å forhindre en alvorlig likviditetskrise i Europa. Sannsynligvis har det også gitt et avgjørende bidrag til å få ned rentene på 2-års statsobligasjoner for Spania og Italia, noe som til en viss grad letter trykket på disse landene.

Den realøkonomiske situasjonen er imidlertid svært alvorlig, og lav vekst, økende arbeidsledighet og store budsjettkutt er en meget skummel kombinasjon, både økonomisk og sosialt. Derfor haster det med tiltak som får rentene markert ned også på 10-års obligasjoner, slik at Italia og Spania kan få lavere lånekostnader. Dette er viktig også fordi det vil bedre situasjonen for bankene slik at de i større grad kan låne ut igjen.

Noen lærdommer

Euro-krisen gir grunnlag for å trekke lærdommer på en rekke områder. Et av de viktigste er finanspolitikken. Det er åpenbart at svake offentlige finanser kan få svært alvorlige konsekvenser, og særlig i land som ikke har sin egen sentralbank. Videre ser vi at finanspolitiske problemer i et land raskt kan føre til alvorlige problemer også i naboland. Derfor er det både rimelig og fornuftig at euro-landene blir enige om nye og strengere regler på dette feltet.

Imidlertid har den nye finanspolitiske pakten for euro-landene i noen grad den samme svakheten som de gamle reglene. Den beste måten å oppnå en fornuftig finanspolitikk på, er å sikre at landene går med solide budsjettoverskudd i gode tider. Budsjettoverskudd i gode tider bidrar til at gjelden reduseres, samtidig som det bidrar til at landet kan tåle den svekkelse av budsjettet som vil komme når konjunktorene svekkes.

Også i den nye pakten er hovedfokus å forhindre store budsjettunderskudd. Det er problematisk, dels fordi det

ikke sikrer stram nok politikk i gode tider, og dels fordi det kan føre til for stram politikk i dårlige tider. For land med høy gjeld vil imidlertid det første poenget, om å sikre stram nok politikk i gode tider, uansett bli tatt hensyn til i en del år fremover, gjennom et nokså ambisiøst krav om gjeldsreduksjon. Her er det ennå uklart hvor strenge kravene vil bli. Kanskje blir problemet heller motsatt, at landene med høy gjeld tvinges til en for rask nedbetaling av gjelden, med uheldige virkninger på arbeidsledighet og økonomisk vekst.

Det vi har lært, er at kombinasjonen av lave renter, gode konjunkturer og mangelfulle reguleringer kan gå veldig dårlig.

Det nye kravet om at det strukturelle budsjettunderskuddet ikke skal overstige 0,5 prosent av BNP, er innført for å ta hensyn til konjunktursituasjonen. Men erfaringsmessig er det vanskelig å gjøre tilstrekkelig konjunkturkorrigering ved beregning av det strukturelle underskuddet (se for eksempel Larch og Turrini, 2009). En bedre løsning ville være et krav om et visst budsjettoverskudd som et gjennomsnitt over konjunktursyklusen, for eksempel et siktepunkt om at overskuddet skal tilsvare én prosent av BNP.

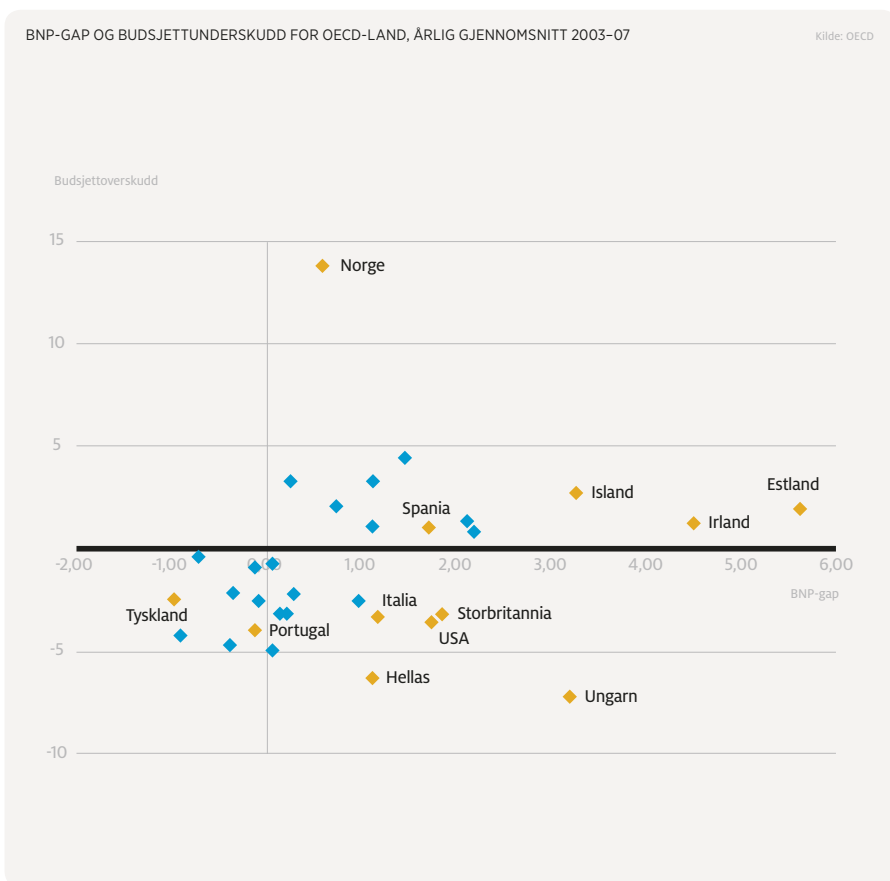
Risikoen for at den økte fleksibiliteten skal bli utnyttet til å føre uansvarlig politikk, kan motvirkes ved at finanspolitikken overvåkes av et uavhengig finanspolitisk råd. Dette er sentrale elementer i det svenske finanspolitiske rammeverket, som jo har fungert utmerket. Nå kan en selvfølgelig forstå at de hyppige bruddene på tidligere regler fører til at det nye regelverket blir strengere. Etter mitt skjønn er det likevel uheldig med for rigide regler. En av årsakene til alle bruddene på Stabilitetspakten var trolig at kravene var for grove, slik at man for eksempel kunne se at det kunne være fornuftig å ha større underskudd enn grensen på 3 prosent når økonomien svekkes. Et mer fornuftig og fleksibelt regelverk kan dermed også bli mer troverdig.

Betydningen av å føre en stram politikk i gode tider blir

illustrert i figur 5, som viser gjennomsnittlig BNP-gap og gjennomsnittlig budsjettoverskudd for OECD-landene i 5-årsperioden 2003–2007. Dette var i hovedsak gode tider for industrilandene, og de fleste OECD-land hadde positive BNP-gap. Likevel var det en del land, for eksempel USA, Storbritannia, Italia, Hellas, og ikke minst Ungarn som hadde underskudd på offentlige budsjetter til tross for et markert positivt BNP-gap, noe som er en klar indikasjon på for ekspansiv finanspolitikk. Andre land, som Estland, Irland, Island og Spania, hadde bare et lite overskudd på budsjettet, til tross for en meget sterk høykonjunktur, igjen en indikasjon på at finanspolitikken ikke var stram nok. De nevnte landene finner vi igjen i avisoverskriftene under og etter finanskrisen, som land med store makroøkonomiske problemer.

En annen lærdom vi har fått, er hvor sårbare land i en pengeunion kan være overfor gjeldskriser. Som drøftet ovenfor, kan et land komme i en dårlig likevekt der forventninger om mislighold av gjelden blir en selvoppfyllende profeti. Dette er en risiko som ikke kan håndteres på en god måte av markedet, fordi overgangen fra en situasjon med lave renter til en gjeldskrise kan komme så raskt og overraskende. Dersom en skal forhindre denne risikoen utelukkende gjennom stram finanspolitikk, vil det trolig kreve mye strammere politikk enn det som er ønskelig av andre årsaker. Derfor er det viktig at eurolandene etablerer mekanismer som redder land fra gjeldskrisen, når landet i utgangspunktet er solvent ved et normalt rentenivå. I løpet av 2011 har dette i stor grad skjedd ved kapitaltilførsel fra EU-land, EFSF (forløperen til EMS) og IMF, samt omdiskuterte tiltak fra ESBs side (kjøp av statsobligasjoner fra kriselandene og rikelig tilførsel med likviditet til bankene). Med en mer dogmatisk og mindre pragmatisk ledelse av ESB kunne resultatet blitt en gjeldskrise for Italia og Spania, med dramatiske konsekvenser for hele Europa.

En tredje lærdom er at også medlemmer i en pengeunion må ta hensyn til handelsbalansen og den kostnadsmessige konkurransevnen. Siden de vedvarende underskuddene på handelsbalansen var knyttet til stadig økende privat gjeld, var det en rekke økonomer og observatører



som mente at dette ikke var noe problem, fordi de private aktørene ville betale lånene tilbake etter hvert. I ettertid har vi sett at selv om de private lånene blir betalt tilbake, kan dette innebære en reduksjon i privat forbruk og investeringer som skaper store makroøkonomiske problemer. De syd-europeiske kriselandene har en lang og tung vei fremover for å få ned kostnadsnivået og øke produktivitetsveksten, slik at de kan bli konkurransedyktige i forhold til de nordeuropeiske euro-landene.

En fjerde lærdom gjelder det skjebnefellesskapet en ser mellom nasjonalstater og landets banker. I Irland og Island var det problemene til de private bankene som var den sentrale årsaken til statenes gjeldsproblemer. Samtidig ser vi for eksempel i Italia hvordan svake statsfinanser nå skaper usikkerhet og problemer for private banker. Her er det nødvendig både med bedre reguleringer som reduserer risikoen for store problemer i bankene, og et bedre rammeverk slik at en kan sikre at eventuelle kredittap i størst mulig grad blir på privat hånd og ikke overtas av det offentlige. Siden de store bankene opptrer i flere land, er det viktig med effektiv koordinering på EU-nivå.

» En annen lærdom en skal være forsiktig med å trekke, er at vi kan se på Tyskland som et økonomisk forbilde.

Det er også noen lærdommer en må være forsiktig med å trekke. I ettertid er det klart at finanskrisen i betydelig grad skyldes store låneopptak, og at lave renter bidro til dette. Dette har bidratt til en utbredt frykt for at lave renter igjen kan føre til nye finanskriser. Her er det imidlertid viktig at en ser rentenivået i sammenheng med den realøkonomiske situasjonen og reguleringene av kapitalmarkedene. Det vi har lært, er at kombinasjonen av lave renter, gode konjunkturer og mangelfulle reguleringer kan gå veldig dårlig. I dagens Europa er konjunktursituasjonen samlet sett meget svak, og det er behov for lave renter. Dersom lave

renter skulle stimulere til høy vekst i Tyskland, og dermed få ned arbeidsledigheten samtidig som lønnsveksten økte, ville det være til fordel for hele Europa, inklusiv tyskerne.

En annen lærdom en skal være forsiktig med å trekke, er at vi kan se på Tyskland som et økonomisk forbilde. Riktig nok er Tyskland mye bedre stilt enn de fleste andre land i euro-området, i stor grad takket være god konkurransevne og en sterk eksportindustri. Men en bør ikke glemme at Tyskland i mange år har vært preget av lav vekst og høy arbeidsledighet. Politikken har trolig vært for mye fokusert på lave kostnader, og for lite rettet mot investeringer og vekst. For eksempel ville mindre rigide reguleringer av tjenestesektoren i Tyskland trolig bidratt til nyetableringer og økt forbruk, til fordel for tyske forbrukere. Tyskland har også meget strenge kredittbegrensninger for boliglån ifølge Sinn (2009) er det sjelden at boliglån overstiger 60 prosent av boligens verdi. En forsiktig lempning på disse kravene ville trolig både hatt en gunstig virkning på det tyske boligmarkedet og bidratt til økte investeringer i Tyskland, med positive virkninger for andre europeiske land. Dersom Europa skal ha økonomisk fremgang og lykkes i å få ned arbeidsledigheten, må stram finanspolitikk i en rekke land kombineres. •

REFERANSER

- De Grauwe, Paul (2011): The Governance of a Fragile Eurozone, CEPS Working Document, No.346, May.
- Larch, Martin og Alessandro Turrini (2009): The cyclically-adjusted budget balance in EU fiscal policy making: A love at first sight turned into a mature relationship.
- Sinn, Hans Werner (2009): Shock producers and shock absorbers in the crisis. Special Report, World Bank Institute.
- Whittaker, John (2011): Eurosystem debts, Greece, and the role of banknotes. Research Note, Lancaster University Management School.