

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Juni 2011

### LÅNGIVERNE MÅ MED

---

**Ved å ta euroen i bruk forsakes muligheten til å redusere verdien av statens gjeld via høyere inflasjon og en svekket valuta. En direkte nedskrivning av det offentlige gjeld, såkalt restrukturering, blir desto vanskeligere å unngå. Solvensproblemer i euroland har blitt behandlet som likviditetsproblem. Her er man snart ved veis ende.**

---

Et grunnleggende prinsipp i 1999 da Den økonomiske og monetære union (ØMU) ble etablert i EU, og euro innført som felles mynt, var at hvert enkelt land alene skulle hefte for sin statsgjeld. For å sikre at det enkelte euroland holdt seg på matta, ble den såkalte Stabilitets- og Vekstpakten vedtatt. Denne pakten tilsa maksimum statsgjeld tilsvarende 60 prosent av bruttonasjonalproduktet, og maksimum underskudd det enkelte år tilsvarende tre prosent.

I de første årene med felles mynt, da tidene var gode, unnlot eurolandene å bygge opp reserver. I stedet la mange land seg nær grensen for det tillatte. Så da tidene ikke lenger var så gode, ble det vanskelig å holde seg innenfor grensene. Stabilitetspakten virket som en hemske på den økonomiske politikken mente mange, og en unødig sådan. Italias statsminister Romano Prodi, som tidligere hadde vært formannen i EU-kommisjonen, kalte den for en "Stupidity Pact". Om det var pakten eller Prodi som var mest "stupid", kan det være ulike meninger om.

#### **Tyskland bryter Stabilitetspakten**

Men ikke bare Club Med landene brukte for mye penger. Tyskland, selve garantisten for stabilitet og en nøktern økonomisk politikk, opererte i flere år med for store underskudd i statsfinansene. Da tyskerne stod i fare for å måtte betale en bot i form av å deponere et beløp tilsvarende en kvart prosent av BNP på rentefri konto i Den europeiske sentralbanken, hendte det som så ofte hender – regler endres når de mektigste bryter dem.

Men dermed forsvant også legitimiteten av pakten. Jeg synes det er rart at ikke tyskerne den gangen så rekkevidden av denne beslutningen. Hvordan hadde statsfinansene i Hellas vært i dag om tyskerne i 2005 i stedet hadde sagt: ”Ja, vi har ikke maktet å holde orden i eget hus. Klart vi tar konsekvensene av det. Her er penga. På rentefri konto i Den europeiske sentralbanken.” Kjøpere av statsobligasjoner ville for mange år siden forlangt en høyere risikopremie på PIGS-landens statsgjeld. Som måtte ha skjerpet seg tidligere. Og dagens gjeldskrise i EU ville vært betydelig mindre. Hvilket ville betydd at den regningen Tyskland nå får, for å redde Hellas, Irland og Portugal i første omgang – og hvem vet i neste? – blir enormt mye større enn tapte renteinntekter på et moderat innskudd i ESB.

### **Insolvens er problemet – ikke bare manglende likviditet**

Krisen i Hellas har til nå blitt håndtert som om det er en *likviditetskrise*. Verdiane er der, men penga, eller likviditeten, er midlertidig fraværende. Det gjelder bare å fremskaffe cash på kort og mellomlang sikt. Gi tid til at verdier synliggjøres og frembringes. Så vil roen atter senke seg over land og folk. Og tingene fungere som de skal.

Hvordan har det gått i Hellas siden krisen brøt ut for vel ett år siden? Fra vondt til verre. Om man ikke så det den gang, at en *solvenskrise* var på gang, hvordan går det an i dag ikke å innse at insolvens – fravær av verdier – er problemet?

Ved insolvens må tap tas. Det blir et bikkjeslagsmål om å unngå å ta tap. Så langt har aktørene i finansmarkedet vunnet alle slagsmålene. All statsgjeld til Hellas har blitt betjent etter skjema. Etter 12-14 måneder med innstramninger i offentlige utgifter og økte skatter og avgifter, vokser statsgjelden ufortrødent. Hellas er kommet inn i en vond sirkel. Troen på at gjelden ikke lar seg betjene, gjør at markedsrenten på greske statslån nå er på tosifret nivå. I denne situasjonen har Tyskland og andre euroland etablert mekanismer som sikrer billigere lån til Hellas enn hva markedet er villig til å yte. Men dermed bryter Tyskland prinsippet om at hvert enkelt euroland har ansvar for egen statsgjeld.

### **Euroen overlever gresk insolvens**

Igjen må vi spørre, hvorfor denne atferden fra tysk side? Fordi en forestilling har dannet seg om at eurosamarbeidet vil gå i oppløsning og euroen forsvinne, om eiere av greske statsobligasjoner ikke får sine penger fullt ut tilbake. At en så liten del av euroland som Hellas, med vel tre prosent av samlet verdiskapning, skal vippe euroen av pinnen, virker usannsynlig. Politikere som tror på denne historien, blant dem trolig kansler Angela Merkel, ser spøkelser ved høylys dag.

Om tyskerne i stedet hadde hatt en mer avslappet holdning til Hellas og latt grekerne misligholde sine statslån, hva ville konsekvensene vært? Som eiere av greske statsobligasjoner ville mange tyske banker tatt tap. Eventuelle problemer med finansiell stabilitet i Tyskland ville i så fall vært ytterst relevant tema for tyske politikere. Men det følger ikke at Tyskland og andre land av den grunn skal opptre som ”lender of last resort” til Hellas. Dessuten er store tap på greske statsobligasjoner allerede bokført i banker der markedsverdier legges til grunn.

## Med fravær av egen sentralbank blir risikoen for mislighold større

Konsekvenser av felles mynt var langt fra godt nok forstått i 1999 den gangen euroen så dagens lys. Likviditetsproblemer som over tid kan føre til solvensproblemer, ligger innbakt i et system der det enkelte land ikke lenger selv har anledning til å utstede egne penger. I et ferskt notat kaster professor Paul De Grauwe ved University of Leuven lys over denne problemstillingen.<sup>1</sup>

Den belgiske professoren konstaterer at selv om Storbritannia har større statsgjeld og større løpende underskudd på statsbudsjettet sitt enn Spania, er markedet ”snillere” med britene enn med spanjolene. Rentene på britiske statsobligasjoner ligger godt under tilsvarende spanske renter. Og det til tross for høyere inflasjon i Storbritannia enn i Spania.

Med sin egen sentralbank og sine egne penger vet alle at britiske myndigheter kan innfri sine nominelle forpliktelser i pund. Eier du engelske statsobligasjoner, vil Bank of England sørge for å fremskaffe nødvendig likviditet til dekning av løpende renter og til endelig innfrielse av hovedstol. Ikke slik i Spania. Den spanske sentralbanken er en filial under Den europeiske sentralbanken i Frankfurt. Og har ikke lenger retten til utstedelse av egne penger. Risikoen for at eiere av spanske statsobligasjoner ikke skal motta den lovede kontantstrømmen, er større enn ditto for eiere av britiske. Hvilket fører til ”significantly higher default risk on Spanish than on UK government bonds”, konkluderer professor De Grauwe.

## Restrukturering av gjeld via valutakursen

Storbritannia har møtt den økonomiske krisen med kraftige finanspolitiske innstramminger. I pengepolitikken derimot, har britene vært aggressive og dristige. Styringsrentene har vært holdt lave, og tilførsel av likviditet vært rikelig. Det har resultert i en kraftig svekkelse av pund mot euro hvilket har gitt britene en velkommen forbedring i konkurranseevnen. Når eksport og produksjon tar seg opp, øker statens inntekter. Balansen i statsfinansene bedres. Det gir tillit til britiske statspapirer. Rentene forblir lave. Britene kommer inn i en god sirkel.

Sett at du som nordmann for fire år siden måtte velge mellom å plassere hundre tusen kroner enten i britiske statsobligasjoner eller i greske, begge med fire år i gjenværende løpetid. Renten den gang var omtrent den samme. Hvilken investering ville gitt den beste avkastningen? Den greske, så klart. Pundet har falt med over tredve prosent mot norske kroner i løpet av de siste fire årene, mens euroen har falt med bare fire prosent.

En ”skjult” restrukturering av gjeld via valutakursen er det knapt noen som letter på øyelokket over. En ”åpen” restrukturering av den greske statsgjelden, der verdien på hovedstol og/eller kupongrenter skrives ned, er til nå blitt sett på som helt utenkelig.

## Långiverne må med

Ved å ta euroen i bruk forsakes muligheten til fordeling av tap via høyere inflasjon og en svekket valuta. Da burde man i desto større grad legge til rette for restrukturering av

---

<sup>1</sup> ”The Governance of a Fragile Eurozone”, April 2011.

statsgjeld. Det motsatte har vært den politiske linjen. Gjeldsproblem i euroland har blitt behandlet som likviditetsproblem.

For Hellas er dette en lite produktiv tilnærming. Hellas har et solvensproblem. Det er på tide at långiverne til den greske stat er med og bringer landet tilbake på fote.

25. mai 2011

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

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