

Statsgjeldskrisen i euroområdet: Hva er alternativene?

Roger Hammersland

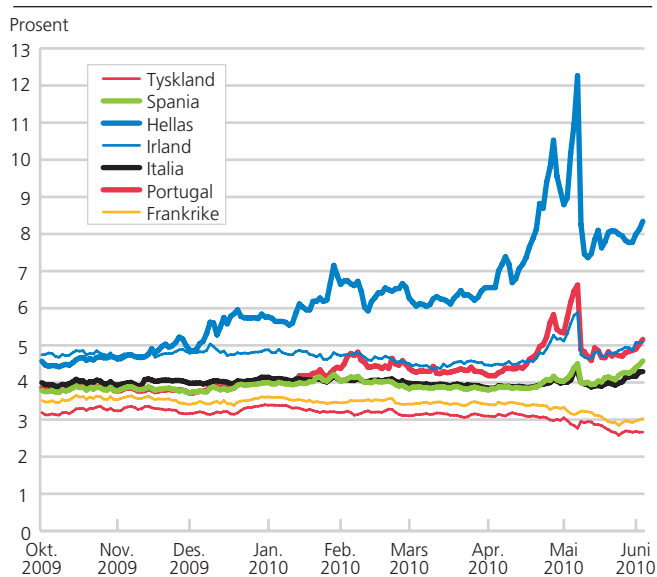
Eurosamarbeidet står for tiden overfor sin største krise siden euroen ble innført i januar 1999. Enkelte hevder sågar at den pågående gjeldskrisen med all tydelighet har demonstrert at eurosamarbeidet ikke er liv laga og må oppløses. Andre snakker om å kaste ut land som ikke er solvente og vil fortsette som før med en gruppe av land med sunne statsfinanser. Denne artikkelen argumenterer for at slike alternativer er lite realistiske. Økt integrasjon med utgangspunkt i dagens medlemsmasse synes nå å være den eneste realistiske veien videre.

Selv om redningspakker og løfter om finansiell konsolidering i det siste har ført til en viss normalisering i både statsobligasjonsrenter og forsikringspremier for å forsikre seg mot statsgjeldsmislighold i Portugal, Irland, Italia, Hellas og Spania (de såkalte PIIGS landene), ligger de fortsatt på et svært høyt nivå. Denne utviklingen kommer som en direkte konsekvens av at finansmarkedene vurderer faren for gjeldsmislighold som stor, og at dette vil kunne spre seg til flere land dersom ett land først skulle tillates å falle, med Hellas i rollen som den første bevegger. Konsekvensene av dette ville i beste fall være uoversiktlig og det er vanskelig å se for seg at eurosamarbeidet da ville kunne overleve.

Muligheten for en slik sorti illustrerer en alvorlig mangel ved europrosjektet slik det opprinnelig var designet ved innføringen av euro i januar 1999. Uforpliktende og lite relevante regler vedrørende størrelsen på et lands gjeld og statsbudsjettsunderskudd, kombinert med et lite troverdig forbud mot redningsaksjoner av land i finansiell krise, har vist seg ikke å være tilstrekkelig for å få til den økonomiske homogeniseringen av medlemslandene som skal til for å få en valutaunion til å fungere. Euroområdet står derfor i utgangspunktet overfor tre mulige valg i tiden som kommer:

- Oppløse valutaunionen og å gjeninnføre nasjonale valutaer
- Kaste ut de landene som helt klart risikerer å måtte misligholde sin statsgjeld ved fravær av ekstern finansiell støtte, det vil si stater som må regnes som insolvente
- Øke graden av integrasjon landene i mellom; for eksempel ved at det innføres en mekanisme for koordinering av de enkelte landenes finanspolitikk, eller ved at det opprettes et stabiliseringsfond som er stort nok til å feie all tvil om solidaritet til side, samtidig som det legges klare og forpliktende føringer på den økonomiske politikken som det enkelte medlemsland kan føre

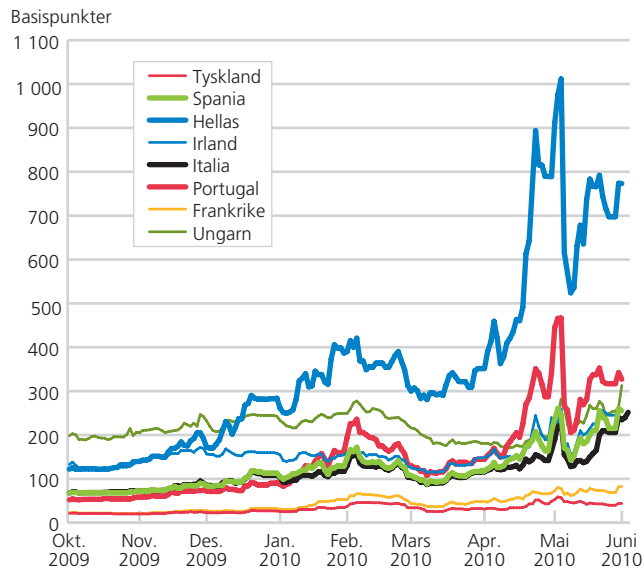
Figur 1. Statsobligasjonsrenter



Det er store risikomomenter knyttet til det første alternativet. Ved en gjeninnføring av nasjonale valutaer, vil forholdet mellom gjeld og egenkapital – som i dag er i euro – i beste fall bli uklart og dermed kunne føre til flukt av kapital fra banker i land med finansielle problemer til banker i land som betraktes som trygge havner. Interbankmarkedet vil i en slik situasjon kunne tørke inn, da ingen i en slik situasjon med sikkerhet vil vite hvilke banker som er eksponert mot land med statsfinansielle vanskeligheter, og hvor mye gjeld de eier. En slik situasjon vil kunne ha alvorlige økonomiske konsekvenser for mange land, med mulig sosial uro. En slik bankkrise er imidlertid ikke nødvendigvis betinget av en oppløsning av eurosamarbeidet, da eksklusjon av enkeltland fra eurosamarbeidet, som for eksempel Hellas, fort vil kunne vise seg å få like alvorlige konsekvenser som følge av frykt og selvoppfyllende profetier.¹

¹ Det er verdt å merke seg at dersom dette skulle skje vil landet raskt bli tvunget til gjeldsmislighold. Dette vil spesielt være tilfelle dersom landet velger å gjeninnføre sin nasjonale valuta da den nasjonale valutaverdien av gjeld i euro vil kunne øke betraktelig i kjølvannet av en devaluering. Banker med stor eksponering til land som ekskluderes, som for eksempel franske banker i tilfellet med Hellas, vil således kunne gå på store tap.

Figur 2. Premie på å forsikre seg mot mislighold av statsgjeld



Mekanismen her er at eksklusjon av et i utgangspunktet insolvent land vil kunne lede til frykt for at også andre – i utgangspunktet solvente land som Portugal og Spania – vil kunne komme til å lide samme skjebne. En slik frykt, velbegrunnet eller ikke, vil kunne føre til en omfattende omallokering av investerte midler bort fra disse landenes statsobligasjonsgjeld, med økte renter og vanskeligheter for å få refinansiert sin statsgjeld som følge. I tillegg til å øke sannsynligheten for at disse landene skal bli tvunget til å misligholde sin statsgjeld og dermed til ytterligere tillitssvikt og kapitalflukt, vil dette sette fortgang i spekulasjon om at også andre – i utgangspunktet mer finansielt solide land som Italia og Frankrike – vil kunne rammes av liknende problemer. I et slikt scenario vil dessuten frykt for at en rekke banker vil kunne bli tvunget til å gå på store tap dersom situasjonen forverrer seg, raskt kunne føre til en inntørkning av det europeiske interbankmarkedet, med kredittskvis og høye rentepåslag som følge (tross alt vil jo flere banker i et slikt scenario allerede ha gått på tap som følge av misligholdt statsgjeld).² Alt dette vil selvfølgelig bidra til ytterligere å forverre tilliten både til bankvesenet i Europa og landenes økonomi generelt. Dette kan få svært alvorlige ringvirkninger.

Gitt de mulige svært negative konsekvensene av de to første alternativene, står etter min mening euroområdet i realiteten ikke ovenfor et reelt valg. Økt integrasjon, eventuelt med innføring av en føderal overbygning for overføring av midler mellom medlemsland og utøvelse av regional konjunkturpolitikk, vil kunne

² The Economist estimerer et samlet potensielt europeisk banktap relatert til en eventuell gresk gjeldssanering til å ligge på i overkant av 400 milliarder kroner. Dette kan kanskje synes lite. Den europeiske sentralbanken har imidlertid nylig gått ut med en advarsel om at banker i euroområdet kan komme til å tape over 1500 milliarder kroner i løpet av de neste 18 månedene – og det uten at det er tatt hensyn til konsekvensene av et potensielt mislighold av statsgjeld. Kombinert med frykt for at gjeldskrisen kan spre seg til både Portugal og Spania, kan Hellas dermed likevel potensielt være tuen som velter det store lasset.

være eneste realistiske utvei på sikt for Euroområdet. Før dette kommer på plass må landene imidlertid få på plass en troverdig avtale der et spekulativt angrep på ett av medlemslandene må regnes som et spekulativt angrep på hele unionen og derfor bekjempes med felles innsats og resurser. Uten en slik én-for-alle og alle-for-én mekanisme, er det fare for at det vil være tilnærmet umulig å stoppe fremtidig spekulasjonsangrep rettet mot enkeltland, noe som lett kan føre til redusert entusiasme for europrosjektet, med mulig oppløsning av eurosamarbeidet som resultat på sikt.

Den nylig etablerte EU/IMF-krisepakken på rundt 6000 milliarder norske kroner er kun et første steg på vei i så måte, men vil trolig være et godt førstelinjeforsvar i tiden som kommer og ikke minst bidra til å gi tid til å kunne forhandle frem de institusjonelle endringer som er påkrevd for å redde eurosamarbeidet på litt lengre sikt (for en nærmere redegjørelse av krisepakken til EU/IMF se egen boks i konjunkturtrendensavsnittet). Imidlertid, så lenge det ikke gis mulighet for at landene i euroområdet kan misligholde sine lån, vil en slik uforbeholden støtteordning være forbundet med store insentivproblemer knyttet til investorenes adferd, da statsgarantier ofte er forbundet med overdrevet stor risikotagning. For å få bukt med et slikt problem og å tvinge investorer til å ta ansvar for sine egne handlinger dersom deres risikoeksponering i etterkant skulle vise seg å ha vært for stor, er det tvingende nødvendig at man får på plass en mekanisme for en ordnet omstrukturering av gjeld til medlemslandene innen unionen, uten at dette skal medføre eksklusjon fra euroområdet av den grunn. Et annet problem er relatert til den svake konkurransevnen til mange land i den sørlige delen av euroområdet. Dette er et problem som blant annet peker på behovet for omfattende arbeidsmarkedsreformer, spesielt i land som Italia og Spania, der arbeidsmarkedene er svært segmenterte og lite fleksible.

Gitt de utfordringene euroområdet nå står ovenfor, kreves det mye av politikerne for å gjennomføre hva som må til for å redde europrosjektet. Riktignok fikk medlemslandene på plass redningspakker som trolig vil forhindre at gjeldsproblemene sprer seg ytterligere i euroområdet, men i markedet er det fortsatt tvil om medlemslandene og deres politikere vil klare å stramme inn i den grad de lover. Frykten for at Hellas til slutt uansett vil bli tvunget til mislighold oppgis å være en av hovedårsaken til fortsatt svekket euro, aksjekursfall og høye premier på forsikring av PIIGS-landenes statsgjeld. Alt i alt, og til tross for vissheten om hva som kan komme til å bli utfallet dersom ikke medlemslandene i euroområdet klarer å bli enige om en reform av regelverket som eurosamarbeidet bygger på, knytter det seg derfor fortsatt usikkerhet til fremtidsutsiktene for euroen. Dersom denne usikkerheten ikke fjernes raskt, kan situasjonen tenkes å bli relativt ustabil i tiden som kommer med store svingninger i penge- og finansmarkedene og med fare for ny kredittørke.