

## Europa - hva nå?

### Kronikk av sentralbanksjef Øystein Olsen i Dagens Næringsliv 21. november 2011.

Rentene på lån til mange europeiske stater og banker har i det siste steget til nivåer de neppe er i stand til å bære over tid. De høye gjeldsrentene er et uttrykk for en alvorlig skepsis blant långiverne til at landene vil kunne gjøre opp for seg. For Hellas foreligger det allerede en plan som forutsetter at private långivere ettergir halvparten av sine fordringer på den greske staten. Markedsaktørene frykter at en nedskrivning av gjelden etter hvert vil tvinge seg frem også for andre land i eurosone. Det reiser i neste omgang tvil om europeiske banker og andre finansinstitusjoner vil kunne innfri sine forpliktelser. Samlet står vi overfor en tillitskrise som kan gi alvorlige ringvirkninger i Europa og til resten av verdensøkonomien – også Norge.

Både finanskrisen og dens avlegger i Europa hadde sitt utspring i de globale ubalansene som bygget seg opp i årene etter årtusenskiftet. Japan, Tyskland og noen fremvoksende økonomier, med Kina i spissen, bygget opp store valutareserver. Motstykket var en kraftig vekst i gjelden både blant private låntakere og stater i flere av de tradisjonelle industrilandene. Det var rikelig kreditt og lånerentene var lenge lave. Til slutt gikk det galt, og krisen ble utløst med konkursen i Lehman Brothers høsten 2008.

I USA, Storbritannia, Island, Irland og Latvia smittet krisen fra konkurser og insolvens i bankene til store statlige redningsaksjoner og underskudd i statsfinansene. I flere land i Sør-Europa er rekkefølgen motsatt: Høy og stigende statsgjeld trekker med seg potensielle tap i banker og andre finansinstitusjoner som har store beholdninger av statsobligasjoner. Den underliggende årsaken er likevel den samme: For mange lot seg lokke av for lave renter til å låne for mye for lenge.

Nå skal regningen betales. Kriselandene strammer inn i sine budsjetter for å få ned underskuddene og øke sin evne til å betale på gjelden. Samtidig har unionen etablert et fond – EFSF – som både kan låne ut penger direkte til kriselandene og kjøpe disse landenes statsobligasjoner i markedet. Den europeiske sentralbanken – ECB – yter lån til banker mot sikkerhet. Sentralbanken utøver dermed sin rolle som långiver i siste instans. ECB har også kjøpt statsobligasjoner direkte i markedet. Dette ser likevel ikke ut til å være nok til å gjenopprette tilliten.

Flere kommentatorer og markedsaktører tar til orde for at den europeiske sentralbanken bør gå enda lenger og erklære at den vil kjøpe opp så mye statsobligasjoner som er nødvendig for å dempe uroen i markedet. Modellen som foreslås likner på de kvantitative lettelsene i pengepolitikken som sentralbankene i USA og Storbritannia gjennomfører. Særlig den engelske sentralbanken har gått langt i å kjøpe opp betydelige deler av den britiske statens gjeld. En slik politikk bidrar til å redusere det langsiktige rentenivået og svekke valutakursen. Samtidig vil inflasjonen kunne tilta.

Den kraftige innstramningen som flere land må gjennom, kan gi opphav til en langvarig lavkonjunktur. Det vil kunne motvirkes av en mer ekspansiv pengepolitikk. Massive kjøp av statsobligasjoner er imidlertid neppe i samsvar med reglene som er fastsatt for den europeiske sentralbankens virksomhet. Slike kjøp ville potensielt kunne innebære en overføring av midler fra overskuddslandene i eurosone – først og fremst Tyskland – til land som misligholder sin gjeld. Det er forståelig at både ECB og tyske myndigheter er negative til forslag i denne retningen.

Hvor langt skal unionen gå i retning av felles tiltak og solidarisk ansvar, og i hvor stor grad må det enkelte land selv rydde opp? Svaret vil trolig avgjøre veien videre for Europa i mange tiår fremover. Hvis fellesskapet til slutt finner en løsning som inngir tillit og roer markedene, vil vi trolig se et Europa

preget av sterkere samordning. I motsatt fall kan vi stå foran en enda dypere krise og i verste fall en oppsplitting av valutasamarbeidet.

Norsk økonomi påvirkes av det som skjer i vårt nærområde. Norske banker må allerede betale mer enn før for å finansiere sin virksomhet. De økte kostnadene vil måtte veltes over på lånekundene. Norsk næringsliv merker at finansieringen er blitt dyrere og at det går tregere å finne avsetning for eksporten. Samtidig er norsk økonomi rustet til å møte nye forstyrrelser. I første rekke av forsvarskjeden står bankene selv. Myndighetene kan også treffe tiltak. Norges Bank tilfører banksystemet den likviditeten bankene trenger for å holde pengemarkedet i gang og de kortsiktige rentene nær styringsrenten. Skulle utsiktene forverre seg vesentlig, kan styringsrenten settes ned som en motvekt mot høyere finansieringskostnader i banksystemet. Norges Bank kan imidlertid ikke erstatte bankenes langsiktige markedsfinansiering. Eventuelle vedtak om bruk av statens og skattebetalernes kredittverdighet for å finansiere banker og næringsliv hører hjemme i Regjering og Storting, ikke i sentralbanken.