

---

# PÅ DEN ANDRE SIDEN AV FINANSKRISEN

Norge som kreditor

---

En rapport fra Attac Norge  
skrevet av Ingrid Hjertaker



---

Utgitt av Attac Norge 2013  
Forfatter Ingrid Hjertaker  
Referansegruppe Idar Helle,  
Emilie Ekeberg, Benedikte  
Pryneid Hansen, Rune Skarstein  
Redigering Anna Karolin  
Langhammer  
Design og layout  
Cecilie Breivik Hansen /  
[www.ceciliebhansen.com](http://www.ceciliebhansen.com)  
Trykk Brandprint AS

Kontakt Attac Norge  
Fredensborgveien 6  
0177 Oslo  
Telefon 22 98 93 05  
E-post [attac@attac.no](mailto:attac@attac.no)  
[www.attac.no](http://www.attac.no)

Utgivelsen er støttet av  
Utenriksdepartementets  
Refleks-prosjekt.

# PÅ DEN ANDRE SIDEN AV FINANSKRISEN

## Norge som kreditor

---

<b>INTRODUKSJON: NORGE SOM KREDITOR</b>	<b>4</b>
«Troikaens» vilkår	4
Krisens norske eierskap	4
En kreditors ansvar og muligheter	5
<b>EUOKRISEN – BAKGRUNN OG ÅRSAKER</b>	<b>6</b>
Euroen – et politisk, ikke økonomisk, prosjekt	7
Underskudd skapte overskudd	8
Fra lånefest til finanskrisen	10
De kriserammede landene	12
<b>NORGES EIERSKAP I KRISEN</b>	<b>14</b>
Oljefondet investerte i Lehman Brothers	15
Investeringer i europeisk statsgjeld	17
DNB og andre private investorer	19
Todelingen av Europa – kreditor og skyldner	20
Uøkonomisk kuttpolitikk	21
<b>MULIGE LØSNINGER</b>	<b>22</b>
Må lette gjeldsbyrden	23
Bedre lånevilkår	23
Fordele tilpasningen på flere	23
Kjøpe gribbefond	23
Inflasjon reduserer gjelden	24
En eller flere dropper euroen	24
<b>AVSLUTNING: NORGES ANSVAR OG HANDLINGSROM</b>	<b>26</b>
Trygge norske banklån, utrygg velferdsstat	26
<b>ETTERORD: VEIER UT AV KRISEN</b>	<b>28</b>
Levd over evne	28
Veier ut av krisen	28
<b>ORDLISTE</b>	<b>31</b>

# Introduksjon: NORGE SOM KREDITOR

De siste to årene har det pågått en alvorlig krise i Sør-Europa og i Irland.

- I eurosonen står 18.8 millioner mennesker uten arbeid.
- I Hellas og Spania står en av fire uten jobb. Halvparten av ungdom under 25 år er utenfor både arbeidsliv og utdanning i begge land.
- Italia nærmer seg samme nivå, med en ungdomsarbeidsledighet på 38 prosent.
- Ansatte innen både det private og offentlige i Irland, Portugal, Spania, Hellas og Italia har måttet tåle kraftige lønnskutt. Oxford-professor og økonom Ha-Joon Chang estimerer at de gjennomsnittlige lønnskuttene i kriselandene ligger på mellom 40 og 50 prosent.<sup>1</sup> Selv de med jobb i disse landene sliter med å leve av den lønnen de får.

## «TROIKAENS» VILKÅR

Noen av kuttene er påført frivillig fra landenes egne regjeringer. De fleste kommer imidlertid som et vilkår for å kunne motta kriselån fra den såkalte «troikaen», som er kallenavnet til ad-hoc samarbeidet mellom EU-kommisjonen, den europeiske sentralbanken (ESB) og det Internasjonale Pengefondet (IMF). De tre har gått sammen om å gi felles lån til de kriserammede landene. Disse lånene er transjerte, som i denne sammenhengen betyr at lånet blir gitt i deler, og et sett med vilkår må være oppfylt før et land får sin neste utbetaling.

Konsekvensen er at en generasjon av unge europeere, både med og uten utdanning, nå står foran magre framtidsutsikter. De må flytte hjem til mor og far, og kan bare håpe om midlertidig ansettelse og uanstendig lønn. Men denne krisen vil merkes i flere generasjoner fremover. Følgene er store for

samfunnet, og de er mangeartede og omfattende. Arbeidernes rettigheter innskrenkes. Fødselsratene i de kriserammede landene går ned. De spanske og greske helsevesenene må kjøpe inn medisiner på kreditt, noe som gjør at flere store farmasøytiske firmaer har kuttet leveranser til Hellas og deler av Spania som følge av ubetalte regninger. Apotekenes hyller er tomme. Verdens Helseorganisasjon har kommet med en bekymringsmelding for oppblomstringen av resistente virus som nå finner sted på flere greske sykehus. Disse sykehusene har ikke lenger råd til grunnleggende hygienetiltak som hansker, desinfiserende middel, og engangsdekkpapir til legenes undersøkelsesbenker.<sup>2</sup>

## KRISENS NORSKE EIERSKAP

Folk flest kjenner etter hvert ganske godt til denne krisen. Men det de ikke vet, er at Norge har et betydelig eierskap i den gjennom eierskapsposisjoner i de kriserammede landenes offentlige og private gjeld. Norge er en betydelig kreditor i eurosonen, gjennom oljefondet og Norges bidrag til IMF, men også via private banker og spare- og investeringsfond som eier europeisk gjeld. I så måte står Norge «på den andre siden» i denne krisen. Statens Pensjonsfond Utland, oljefondet, var med på å låne ut betydelige midler til både private og offentlige aktører i Sør-Europa og Irland i årene før krisen. Boligboblene og den lite bærekraftige forbruksboomen som fant sted før krisen inntraff, bidro til en fin utvikling for det norske oljefondet. Selv om oljefondet nå har solgt seg betydelig ned i flere land, og helt ut av noen, er det fremdeles en betydelig kreditor i gjeldskrisen.

## Er det greit å tjene på andres ulykke?

Oljefondets forvaltere i Norges Bank, og den politiske ledelsen i Finansdepartementet, synes å mene det. Oljefondet var blant mindretallet av investorer

# Norge har et betydelig eierskap i krisen gjennom eierskapsposisjoner i de kriserammede landenes offentlige og private gjeld.

som stemte imot en avtale om å slette deler av gresk statsgjeld i 2011. Lederne i DNB, Norges største og dels statseide bank, er av samme oppfatning. DNB har tjent på å misbruke EUs krisefond til å skaffe billig finansiering. Daværende utenriksminister Jonas Gahr Støre sa at han ikke så problemet med at Norge tjente penger på eurokrisen, i en debatt om krisen på Ås i 2012.<sup>3</sup>

Norges rolle i eurokrisen strider med den generelle oppfatningen mange nordmenn har av oljefondet som et etisk, godt og solidarisk investeringsfond. Senest 26. desember i fjor skrøt VGs leder av hvor solidarisk det norske oljefondet var.<sup>4</sup> Denne solidariteten er tydeligvis kun myntet på fremtidens nordmenn, og ikke på europeerne som lider i kriselandene i dag. Det mest presserende problemet for kriselandene er for høy gjeld, både privat og statlig.

## EN KREDITORS ANSVAR OG MULIGHETER

Som en stor kreditor til disse landene, har Norge ikke bare et betydelig medansvar for denne situasjonen, men også en mulighet til å påvirke og bedre forholdene. Denne rapporten retter søkelyset mot Norges rolle og ansvar i krisen som nå rammer Europa. Norge kan handle annerledes og vise solidaritet med de som lider, ettergi gjeld, og ikke tjene penger på at andre står uten muligheter.

Rapporten tar først for seg årsakene til krisen, som er en forutsetning å forstå for å kunne gjennomskue mytene og pensle ut mulige løsninger. I den andre delen forklares Norges eierskap i krisen og hvordan todelingen av Europa har manifestert seg i senere år, som henholdsvis kreditor og skyldner. Til slutt kommer en kort gjennomgang av løsningsforslag, og en oppfordring til Statens Pensjonsfond Utland og andre norske investorer om å innta en solidarisk holdning til europeisk gjeldssanering.

<sup>1</sup> Ha-Joon Chang (2012) «We avoided the apocalypse – but 2013 will be no picnic», *The Guardian*, 30. desember. Tilgjengelig på [www.guardian.co.uk/commentisfree/2012/dec/30global-economy-2013-no-picnic](http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2012/dec/30global-economy-2013-no-picnic)

<sup>2</sup> Kate Kelland (2012) «Basic hygiene at risk in debt-stricken Greek hospitals», *Reuters*, 4. desember. Tilgjengelig på [www.reuters.com/article/2012/12/04/us-greece-austerity-disease-idUSBRE8B30NR20121204](http://www.reuters.com/article/2012/12/04/us-greece-austerity-disease-idUSBRE8B30NR20121204)

<sup>3</sup> Debattmøte, «Refleksmøte: Krise i Europa – konsekvenser for Norge?», Universitet i Ås, 27.03.12. Video av møtet er tilgjengelig på [www.regjeringen.no](http://www.regjeringen.no).

<sup>4</sup> VG (2012) «Oljefondet og fremtiden», leder, 26 desember.

---

# Eurokrisen – bakgrunn og årsaker

---

Eurokrisen er et produkt av to separate årsaksrekker:

- Den store, globale finanskrisen som brøt ut i det amerikanske boligmarkedet i 2007.
- Strukturelle strekk ved euroen som valutasystem.

Sammenfallet av disse to faktorene ble katastrofal for de kriserammede landene sør og vest (Irland) i eurosonen. I et sammensatt årsaksbilde,<sup>5</sup> er det særlig de institusjonelle strukturene som gjorde det europeiske valutasamarbeidet sårbart.

#### EUROEN – ET POLITISK, IKKE ØKONOMISK, PROSJEKT

Etableringen av eurosonen som valutaunion var i utgangspunktet problematisk. I standard økonomisk teori om optimale valutaområder finnes det generelle krav som kjennetegner vellykkede valutaunioner. I Robert Mundells opprinnelige teori om «optimal currency areas» lå hovedvekten på arbeidskraftsmobilitet.<sup>6</sup> Senere har teorien blitt utvidet til å omfatte fem kriterier: at området har stor grad av handel og arbeidskraftsmobilitet, kapitalmobilitet, en risiko-fordelingsmekanisme (omfordelende finanspolitikk) og at medlemmene i valutaområdet har noenlunde like konjunkturer – altså at de befinner seg omtrent samtidig i økonomisk oppgang eller nedgang.

EU oppfyller klart de to første kriteriene; handel og fri flyt av kapital, men mangler de tre siste. Dermed oppfyller eurosonelandene aldri kravene for en vellykket valutaunion.

Mange ledende økonomer advarte på forhånd at eurosonen ikke hadde de egenskapene som kreves for å opprettholde en stabil valutaunion. Allerede i planleggingsfasen var det tydelig at euroen var et politisk og ikke et økonomisk prosjekt. De som støttet ideen om en felles valutaunion håpet at det ville finnes tilstrekkelig politiske vilje til å gjennomføre nødvendige tiltak for å stabilisere den, når eventuelle problemer dukket opp. Særlig gjennom ytterligere integrering av eurolandene, med en felles finanspolitikk og finansdepartement, som ville sørge for sentral fordeling av goder og byrder gjennom skatteinnkreving og utbetaling av ytelser. Nå som valutaunionen har havnet i krise, viser det seg at den politiske viljen til videre integrering, som euroentusiastene håpet på, ikke er til stede.

#### Spanjolene reiser heller til Sør-Amerika

Arbeidskraftmobilitet er et første eksempel på hvorfor EU ikke oppfyller de nødvendige forutsetningene for

en vellykket valutaunion. Juridisk sett er det relativt lett for arbeidere å søke arbeid i andre land innenfor i EU/EØS-området, men språklige og kulturelle barrierer hindrer flyt av arbeidskraft slik man eksempelvis har i USA. Selv i krisetider som nå, hvor forskjellene i sysselsetting mellom landene i eurosonen er store, er arbeidsmigrasjonen fremdeles liten. Eksempelvis opplever Norge stor mangel på ingeniører, likevel er det ikke fritt frem for spanske eller greske ingeniører å få jobb her i landet, særlig ikke uten solide engelsk-kunnskaper. Det at svært mange spanjoler heller emigrerer til Sør-Amerika enn til Nord-Europa for å finne arbeid, illustrerer tydelig problemene med det europeiske fellesmarkedet for arbeidskraft.

## Eurosonelandene oppfyllte aldri kravene for en vellykket valutaunion.

#### Økonomisk berg-og-dalbane

Like konjunkturer har eurosonen heller ikke hatt. Renten, som blir satt av Den europeiske sentralbanken (ESB), skulle passe på 17 forskjellige land som ikke alltid var på samme sted i de økonomiske bølgedalene. ESB holdt rentene relativt lave i årene før krisen, noe som passet Tyskland og tysk eksportindustri godt. Med liten til null prisvekst eller lønnsvekst var en lav rente viktig for å unngå økonomisk stagnasjon i Tyskland.

For eurolandene som befant seg i en lite bærekraftig vekstperiode med raskt stigende priser og lønninger, var ikke det lave rentenivået like bra. Irland og Spania burde hatt høyere renter i samme periode for å bremse boligboblene. Lave renter helte bare bensin på bålet. Hadde disse landene selv fått bestemme

eget rentenivå, ville myndighetene trolig ha valgt et mye høyere rentenivå for å begrense lånefesten.

## I 2008 gikk halvparten av all sement i Europa til byggeprosjekter i Spania.

### Ingen risikofordeling i praksis

Eurosonen oppfyller heller ikke kravet om risikofordelingsmekanisme, noe som er smertelig tydelig i denne krisen. Det fulgte ingen finanspolitisk integrasjon med valutaunionen. EU har ikke noe finansdepartement som krever inn skatter og betaler ut ytelser på EU-nivå. Finanspolitikk er derfor ikke et virkemiddel for landene i krise, slik tanken er i vel fungerende valutaunioner.

Som et eksempel, forestill deg at Norge er en valutaunion: De 19 fylkene befinner seg ikke alltid i samme konjunktur. Hordaland kan oppleve oppgang, samtidig som det er nedgangstider i Oppland. Fordi fylkene har felles finanspolitikk, vil ikke følgene av slike nedgangstider i enkelte områder være altfor alvorlig. Selv om skatteinntektene fra bedrifter og arbeidstakere i Oppland synker i nedgangstider, vil pensjonister og foreldre i permisjon i dette fylket fremdeles få utbetalt ytelsene de har krav på.

Eksempelet viser hvordan det skjer en omfordeling fra Hordaland til Oppland. Slike omfordelingsmekanismer finnes ikke i eurosonen. Derfor kan ikke valutaunionen tåle forskjeller i konjunkturer like godt som i USA eller fylkene i Norge.

### Ingen keynesiansk motkonjunktur

Maastricht-kriteriene for medlemskap i den Økonomiske og Monetære Unionen (ØMU) begrenser også landenes mulighet til å drive aktiv, keynesiansk motkonjunkturpolitikk. I henhold til disse kriteriene skal budsjettunderskudd ikke overskride

3 prosent av BNP, og samlet gjeld ikke overstige 60 prosent av BNP. Kort fortalt går keynesiansk motkonjunkturpolitikk ut på at i kriser hvor etterspørselen i privat sektor faller dramatisk, må staten steppe inn og opprettholde samlet etterspørsel. Dette for å unngå at økonomien havner i en nedadgående spiral, der redusert forbruk fører til konkurser, som igjen fører til ytterligere redusert forbruk og enda flere konkurser. I slike situasjoner skal staten heller øke sitt forbruk og investeringer, og ta opp nye lån om nødvendig for å få i gang økonomien igjen.

### UNDERSKUDD SKAPTE OVERSKUDD

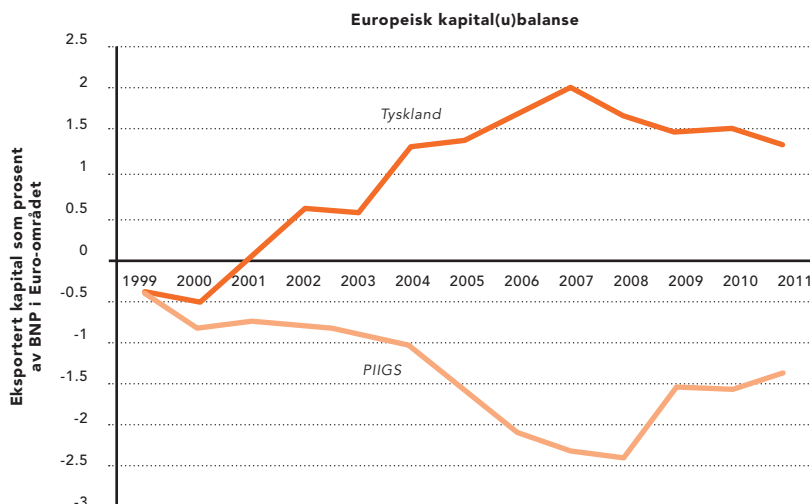
I eurosonen ble altså svært ulike land, i ulike stadier av økonomisk utvikling, presset sammen under samme valuta. Dermed ble de fratatt muligheten til å drive pengepolitikk (sette renten) og fikk begrenset sin mulighet til å drive finanspolitikk, samtidig som det ikke ble skapt et alternativ på EU-nivå. Det er disse forholdene økonomer og kommentatorer sikter til når de hevder euroen var dømt til å feile helt fra starten av.

I tiåret etter at euroen ble introdusert, vokste arbeidsenhetskostnadene (lønn justert for produktivitet) med mer enn 35 prosent i Sør-Europa, mot bare 9 prosent i Tyskland.<sup>7</sup> Denne store prisveksten gjorde at varer produsert i Sør-Europa ikke var konkurransedyktige på verdensmarkedene. Overskudd kom gjennom forbruk og boligbygging i stedet for fra produksjon av varer til eksport. I Tyskland ble prisstigningen holdt nær null ved å holde lønningene nede og eksportere varer, fremfor å forbruke hjemme. Tyske banker skapte prisvekst ved å eksporterte overskudd fra vareeksport og sparing som lån til Sør-Europa heller enn å låne til tyskere. Handelsoverskuddet i Tyskland hadde ikke vært mulig uten et tilsvarende underskudd andre steder. Når man ser dette handelsoverskuddet sammen med underskuddene i kriselandene, ser man hvordan de speiler hverandre (Se figur 1). De enorme overskuddene i tyske banker hadde ikke vært mulig uten at noen tok opp lån. Pengene ble i stor grad lånt ut til banker i Irland og Sør-Europa, som igjen lånte videre til bedrifter og enkeltindivider.

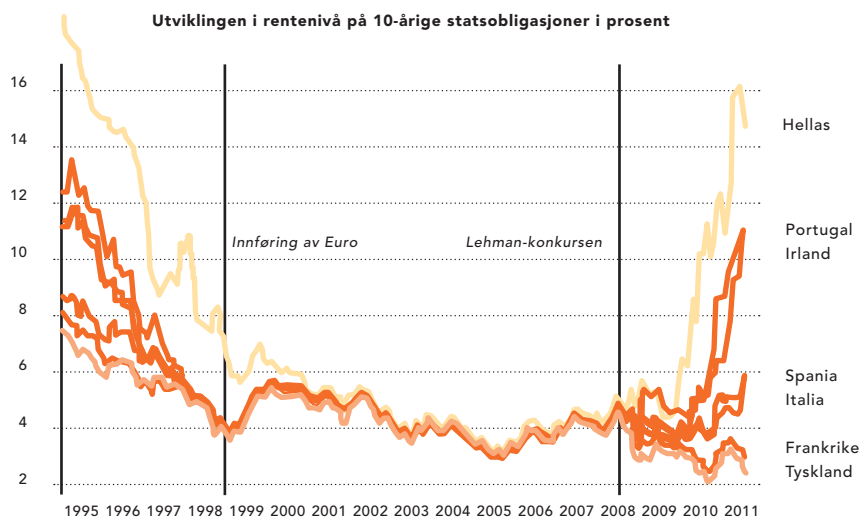
Kapitalmengdene som strømmet sørover gjorde at rentenivåene mellom de nordeuropeiske, rikere landene og de søreuropeiske ble nærmest utvisket. Som grafen i figur 2 illustrerer var det store renteforskjeller på statsgjeld i EU før innføring av euroen. Renteforskjellene reflekterte oppfatninger om risikonivå forbundet med å låne penger til stater på ulikt



**Figur 1** Endringer i handelsoverskudd/underskudd i Tyskland versus kriselandene Hellas, Irland, Portugal, Spania og Italia (ofte kalt PIIGSs på engelsk) i perioden etter innføringen av euroen.  
KILDE: THOMSON REUTERS/THE ECONOMIST



**Figur 2** Endringer i rentenivå for et utvalg euroland i perioden 1995–2011, i prosent.  
KILDE: THOMSON REUTERS/SPIEGEL



økonomisk utviklingsnivå, og med forskjellig økonomisk historie og politisk kultur. Da euroen ble innført ble renteforskjellene på europeisk statsgjeld kraftig redusert. Det å låne til Hellas ble ansett som nesten like trygt som å låne til Tyskland av en rekke investorer, til tross for store økonomiske forskjeller mellom de to landene. Renteforskjellene ble kraftig redusert, men de gjenværende forskjellene var store nok til å friste investorer (blant annet oljefondet) til å investere ytterligere i søreuropeisk statsgjeld. Enten trodde investorene virkelig at gresk og portugisisk statsgjeld var like trygt som tysk statsgjeld, eller så gamblet de med at rikere land i eurosonen ville komme de svakere til unnsetning i en krise. Endringer i de internasjonale reglene for kapitaldekningskrav (Baselreglene) gjorde at banker kunne låne så mye de ville til

OECD-stater uten å måtte holde kapital i reserve, da denne statsgjelden ble sett på som risikofri.

Kapitalstrømmene presset opp prisene i Irland og Sør-Europa i forhold til nordeuropeiske handelspartnere og konkurrenter, slik at de ikke lenger var konkurransedyktige i sin eksport. Mesteparten av veksten i disse landene kom da fra boligbygging og forbruk, drevet av innstrømmingen av kapital. Hellas og Spania hadde en voldsom byggeaktivitet i årene før krisen. I 2008 gikk halvparten av all sement i Europa til byggeprosjekter i Spania. Mange av disse nye boligene står nå tomme, og de enorme, offentlige kulturbyggene er lite besøkt.

I den samme perioden opererte Tyskland med et enormt handelsoverskudd og kapitaloverskudd. Slik utviklet det seg store handelsubalanser innad i

eurosonen, som figur 1 viser. Det var ikke en utvikling preget av bærekraft, men av sårbarhet for enhver endring i finansmarkedet. Da den globale finanskrisen kom, sprakk boblen.

#### FRA LÅNEFEST TIL FINANSKRISE

De innebygde svakhetene i eurosamarbeidet var et lite gunstig utgangspunkt da den globale finanskrisen brøt ut i 2007, på grunn av utviklingen i det amerikanske subprime-markedet. En lang periode med internasjonale lave renter (investorer måtte lete lenger for høy avkastning) sammenfalt med en stor grad av innovasjon i finanssektoren innen ulike låneprodukter (kompliserte, nye låneformer og «strukturerte investeringsprodukter»). I tillegg til dette var det stagnerende reallønninger i USA siden 70-tallet, som gjorde at arbeiderklassen måtte bruke kreditt for å opprettholde forbruksnivået, og en periode med omfattende deregulering av finansmarkedene. Til sammen bidro disse faktorene til en enorm ekspansjon av kreditt, særlig i USA, men også i resten av den industrialiserte verden.

Denne enorme lånefesten kunne fortsette så lenge prisene gikk oppover og folk kunne erstatte sine dyre lån, med nye og billigere lån. Da boligprisene i USA begynte å stagnere og senere falle i 2006/2007, var det ikke lenger mulig å refinansiere på denne måten. Den økende graden av mislighold av boliglån i denne perioden førte til at hele det amerikanske finansvesenet, og senere det internasjonale, var på vei til kollaps i 2008. For å unngå denne katastrofen, måtte stater over hele verden trå til for å redde sine banker høsten 2008 og våren 2009.

Det vil ta mange år før man kan få en god oversikt over de totale kostnadene for de statlige redningspakkene. Det råder imidlertid liten tvil om at disse kostnadene er enorme og uten historisk sidestykke. I redningsprosessen har store mengder privat gjeld blitt overført til offentlige regnskaper, fordi staten har reddet bankene fra konkurs ved å ta over deres gjeld. En privat gjeldskrise har altså blitt til en statlig gjeldskrise, fordi politiske myndigheter ikke ville påtvinge finansinstitusjonene tap.

#### Kombinasjonen som kan slå eurosonen konkurs

Kombinasjonen av en uegnet valutaunion og den globale finanskrisen ble katastrofal for eurosonelandene. I motsetning til for eksempel Island, kunne ikke de kriserammede landene devaluere sin valuta vis-à-vis sine handelspartneres valuta og således øke sin konkurransekraft ved å gjøre egen eksport billigere.

## På grunn av bindingene i valutaunionen, kan medlemslandene ikke drive ekspansiv finanspolitikk.

De kriserammede landene sitter fast i en union hvor de har liten eller ingen innflytelse over pengepolitikken (renten) som styres av en tyskdominert europeisk sentralbank. De har i tillegg liten mulighet til å drive tradisjonell keynesiansk motkonjunkturpolitikk, gitt Maastricht-traktatens begrensninger.

På grunn av bindingene som valutaunionen innebærer, kan medlemslandene ikke drive ekspansiv finanspolitikk eller styre pengepolitikken selv. Derfor kan land i eurosonen å gå konkurs.

Dette har investorene ikke tatt hensyn til i årene før krisen, da de villig lånte penger til disse landene til veldig lave renter. Innsikten om konkursumuligheten virker å ha slått investorer i overgangen mellom 2009 og 2010, da de plutselig krevde langt høyere renter for å låne penger til de nå kriserammede landene.

Vanligvis låner nasjonalstater penger ved å utstede relativt kortvarige statsobligasjoner på for eksempel tre, fem eller ti år. Når disse løper ut, må lånene betales tilbake. Dette skjer vanligvis gjennom å ta opp nye lån, altså utstede nye obligasjoner. For de fleste land skjer denne fornyingen av lån som regel kontinuerlig og smertefritt. Men når land som Hellas, Spania og Portugal plutselig måtte tilby langt høyere renter for å få solgt nye statsobligasjoner for å betale de gamle, bød dette straks på store statsfinansielle vanskeligheter. Som en tommelfingerregel kan man si at en rente over 6 prosent på statsobligasjoner er problematisk for et land å opprettholde, særlig over

tid. Om markedsinvestorer krever en rente på over 7 prosent, anser analytikere landet for å være i krise.

For Hellas har renten pengemarkedene krever for å låne ligget på mellom 14 og 18 prosent de siste årene. I praksis betyr det at dette landet er avskåret fra internasjonale finansmarkeder, og må finansiere seg selv gjennom lån fra andre land – som i dette tilfellet innebærer gjennom IMF.

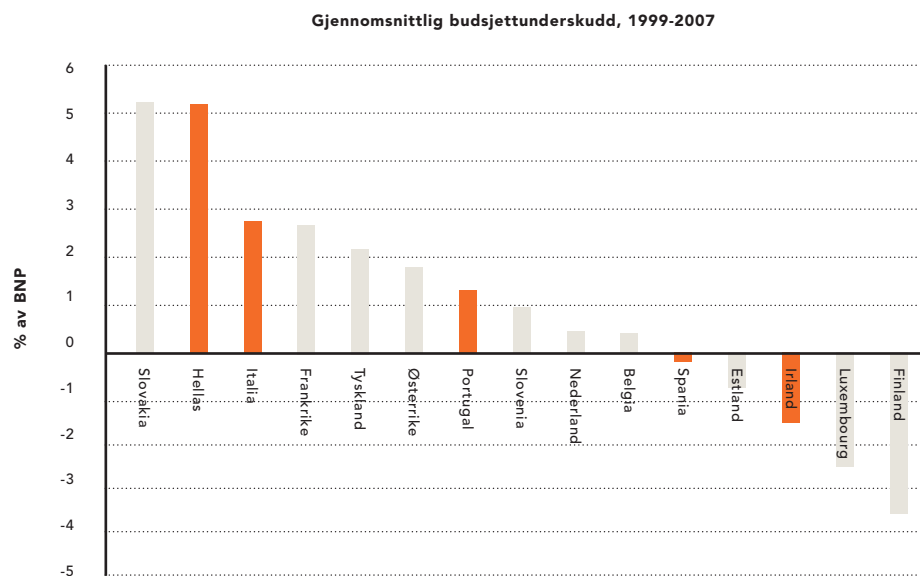
### Tallenes tale

Landene i eurosone er uten egne virkemidler mot krisen. Private investorer vil ikke gi dem lån til akseptable renter. Derfor er disse landene helt avhengige av en kriseløsning fra EU sentralt, med bidrag fra

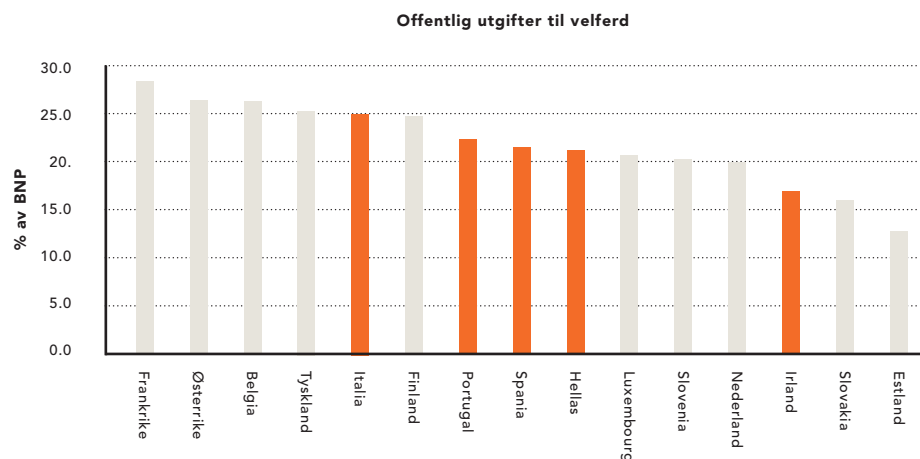
de økonomisk sterkere landene i unionen. Så langt har en slik løsning uteblitt, hovedsakelig på grunn av motvilje fra kreditorlandene i nord. Dette er bakgrunnen for krisen. Tallenes tale er tydelig i statistikken fra både OECD og IMF. Likevel skyggelegges årsaken for publikum, og det tegnes opp myter om at grekerne arbeider for lite og pensjonerer seg for tidlig, eller at kriselandene har for sjenerøse velferdsstater eller for høye budsjettunderskudd. Mytene kan lett motbevises, noe som figur 3 og 4 viser.

En tolking av krisen som søreuropeernes egen skyld, medfører også et bestemt syn på løsningen av den: Kostnadene ved tilpasningen som nå skjer skal bæres av søreuropeere alene. Denne tolkningen tjener

**Figur 3** Mytene om euro-krisen 1: Skyldes den finanspolitiske uansvarlighet?  
KILDE: VERDENS PENGEFOND, WWW.IMF.ORG/STATS



**Figur 4** Mytene om euro-krisen 2: Er store velferdsstater problemet?  
KILDE: VERDENS PENGEFOND, WWW.IMF.ORG/STATS



interessene til finansielle aktører, som ikke vil realisere tapene på de risikable lånene de har gitt det siste tiåret. I stedet skal tilpasningen skje hos vanlige folk og hos realøkonomiske bedrifter, ikke hos bankene.

Flere økonomer har påpekt at krisen ikke er nødvendig. Den kunne ha vært unngått, eller i det minste vært betydelig mindre smertefull for de rammede. Grunnen til at eurokrisen er så brutal og så langvarig, er at kreditorene og politikerne i kreditorlandene tillater det.<sup>8</sup> Norge og det norske oljefondet er blant disse, og har derfor et medansvar og en mulighet til å bidra positivt til å løse krisen. Dette vil ikke bare være et solidarisk bra alternativ, men også et realøkonomisk gunstig et, gitt at EU er Norges viktigste handelspartner.

## Grunnen til at eurokrisen er så brutal og så langvarig, er at kreditorene og politikerne i kreditorlandene tillater det.

### DE KRISERAMMEDE LANDENE

I denne rapporten omtales de kriserammede landene ofte sammen. Kriseforklaringen som ble presentert ovenfor er også felles for dem. Det finnes likevel viktige forskjeller mellom disse landene, både når det gjelder hvordan de havnet i krisen og hvordan de kan komme seg ut av den.

**Hellas** skiller seg fra resten av eurosone-landene på flere områder. Først og fremst ved gjeldsgraden landet hadde før krisen inntraff, men også på grunn

av korrupsjon og mangler i landets skatteinnkrevingssystem. I motsetning til Irland og Spania, hadde Hellas en farlig høy gjeldsgrad også før krisen. Den forsøkte de å skjule for omverden med skitne regnskapstriks, godt hjulpet av Goldman Sachs. Den greske stat har lidd under et uheldig skatteregime, der ressurssterke ved enkle grep kan unngå å betale skatt. De greske rederne har lenge hatt en særlig privilegert status i skatteøyemed. Dersom alle pengene som rederiene har gjemt unna i skatteparadis ble returnert til den greske stat, hadde det greske statsgjeldsproblem vært løst.<sup>9</sup> Den ortodokse kirken i Hellas sitter også på betydelige eiendommer som faller under et særdeles gunstig skatteregime. De innstramningene og kuttene som Hellas nå gjennomgår som vilkår for kriselån, rammer imidlertid ikke de som tjente mest på det korrupte regimet som fantes før krisen. Hellas er kanskje det kriserammede landet som mest «er skyld» i egne problemer. Likevel kan ikke de brutale forholdene som nå rammer grekere flest sies å være en straff som står i forhold til forbrytelsen. Det er som om å få livstid i fengsel for en feilparkering.

Hellas sin historie og vedvarende budsjettunderskudd passer ikke som forklaring på problemene hos de andre kriselandene. Portugal hadde et lignende problem når det kommer til gjeld og underskudd, men i betydelig mindre grad. Irland og Spania derimot hadde budsjettoverskudd i flere år før krisen.

**Irland** ble holdt frem som et eksempel til etterfølgelse i tiåret før krisen, da landet opplevde sterk økonomisk vekst samtidig som offentlig utgifter ble holdt nede og velferdsstaten innskrenket.

Irlands offentlige gjeldsproblem stammer i hovedsak fra at myndighetene garanterte for all gjelden til deres største bank, Anglo Irish. Den sterke økonomiske veksten Irland fikk skryt for, var i tillegg til en boligboble også en vekst i finansiell aktivitet. Gjennom myndighetenes systematiske deregulering og kutt i skattenivå, ble landet et skatteparadis for internasjonale selskaper. Da verdensøkonomien og finanssektoren stoppet opp i 2008, førte dette til betydelig svekket aktivitet i den finansialiserte irske økonomien.

**Spania** fikk også skryt for en moderat og fornuftig budsjettpolitikk i årene før krisen. De offentlige gjeldsproblemene som Irland og Spania i dag sliter med er en direkte konsekvens av at statene har måtte redde sine konkurstruede bankvesen, som levde over evne i perioden før krisen. Selv om Spania på grunn av svekkede skatteinntekter og økte utgifter i kriseårene har fått betydelige budsjettunderskudd,

har landet fremdeles lavere statsgjeld som prosent av BNP enn det Tyskland har. Dette snakkes det imidlertid lite om.

Den enorme arbeidsledigheten i Spania er på høyde med den man finner i Hellas. Spania har gått fra en ledighet på 8 prosent i 2008 til 25 prosent ved utgangen av 2012. For ungdom er tallet hele 53 prosent, og mer enn 300.000 spanjoler med høyere utdanning har forlatt landet i denne perioden. En årsak til den høye arbeidsledigheten er en byggeboom i årene før krisen, særlig i boligsektoren. En stor del av den spanske arbeidsstyrken jobber i byggebransjen, som ivrig har utnyttet dereguleringen av arbeidsmarkedet med hensyn til faste kontrakter, som EU introduserte.<sup>10</sup> Da byggenæringen bråstoppet i 2008 kunne entreprenør- og byggefirmaene raskt kvitte seg med arbeiderne med midlertidige kontrakter.

Den spanske boligbobla var godt hjulpet av det spanske bankvesen. De regionale bankene, såkalte *cajas*, var spesielt uforsvarlige med sine utlån. Det spanske bankvesenet, som fremdeles ikke er utenfor fare, regnes som den største trusselen mot eurosamarbeidet per i dag. Spania kan velte hele eurosamarbeidet. Den nye spanske storbanken Bankia ble skapt i 2010 ved sammenslåingen av syv regionale banker. Bankia har allerede fått krisehjelp fra EU, da banken satt med dårlige lån til en verdi på over 100 milliarder euro.

**Italia** er et land som lenge har hatt en betydelig statsgjeld, men denne har sakte men sikkert blitt redusert de siste tretti årene. Landet har ellers gode økonomiske forutsetninger for vekst, og det at Italia plutselig var et av kriselandene kom som en overraskelse på mange. Analytikere som forsøker å forklare hvorfor Italia har havnet i krise, trekker ofte frem strenge og utdaterte reguleringer for profesjonsforeninger, samt en rekke andre fagforeningsrelaterte klager. Men disse trekkene ved italiensk økonomi har aldri vært noen hemmelighet. De har ikke vært noe internasjonale investorer plutselig oppdaget i 2011, da rentene på italiensk statsgjeld skjøt i været. Likevel har italiensk økonomi havnet i dragsuget, og arbeidsledigheten stiger nå raskt.

### Hvordan privat lånefest ble offentlig gjeldskrise

I krisefortellingen som nå råder er bankkrisen og den private finanskrisen som brøt ut i 2007 nesten glemt. Dette er skjøvet til side til fordel for en feilaktig fremstilling av stater som har levd over evne og velferdsstater som har vært for sjenerøse. Som figur 3 viser, skiller ikke de såkalte PIIGS-landene seg nevne-

verdig ut med hensyn til størrelsen på offentlig sektor. Heller ikke det offentlige gjeldsnivået kan sies å ha vært et problem før finanskrisen inntraff. I gjennomsnitt hadde PIIGS-landene en synkende gjeldsgrad i perioden 1999- 2007, fra i underkant av 90 prosent av BNP i 1999 til rundt 75 prosent i 2007. Selv om euroen ga landene tilgang til billigere lån, økte ikke det offentlige gjeldsnivået i gjennomsnitt for disse landene. Det sank. Brorparten av lånefesten i denne perioden skjedde i privat sektor i disse landene. Det var først da krisen inntraff i 2008 og bankene måtte reddes, at dette ble en offentlig gjeldskrise for Europa.

<sup>5</sup> Interesserte som ønsker å lære mer om den globale krisen bør lese Joseph Stiglitz' bok «Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy» fra 2010.

<sup>6</sup> Robert Mundell (1963) «A Theory of Optimal Currency Areas», *American Economics Review*, 51 (4): 657-665.

<sup>7</sup> Paul Krugman (2012) *End This Depression Now*, s 175.

<sup>8</sup> Krugman (2012), kapittel 10.

<sup>9</sup> Michel Aglietta (2012) «The European Vortex», i *New Left Review*, Mai/Juni, s 25.

<sup>10</sup> «How Spain Ended Up With 25 percent Unemployment», *Sober Look Economics Blog*, 29. November 2012. [soberlook.com/2012/11/how-spain-ended-up-with-25-unemployment.html](http://soberlook.com/2012/11/how-spain-ended-up-with-25-unemployment.html)

---

# Norges eierskap i krisen

---

Norge er en betydelig kreditor og er i høyeste grad involvert i krisen. Formelt bidrar Norge til Det internasjonale pengefondet, IMF, både med årlige innskudd og med ekstra midler til «troikaen» i samband med eurokrisen. Disse innskuddene har økt betydelig siden 2009, da IMF begynte å låne til industrialiserte land i forbindelse med finanskrisen. Siden 2010 er kvoteinnskuddene til IMF doblet, og midlene tilgjengelig gjennom NAB-programmet (New Agreement on Borrowing) er tidoblet. Allerede i juni 2009 økte Norge sine lån til IMF med 3 milliarder SDR (Special Drawing Rights – valutaen som IMF benytter), noe som utgjør omtrent 26 milliarder kroner. I oktober 2012 undertegnet Norges Bank en ny låne-avtale med IMF på ytterligere 6 milliarder SDR (52 milliarder kroner). Norges totale bidrag til IMF er nå på 102 milliarder kroner.

Norges største kreditorrolle kommer imidlertid i form av Statens Pensjonsfond Utland. Oljefondet har lenge hatt, og har fremdeles, betydelige eierskapsposisjoner i både offentlig og privat europeisk gjeld. Særlig når det gjelder eierskap av statsobligasjoner, bankobligasjoner og aksjer i banker. Med sine mer enn 3700 milliarder kroner, har oljefondet investert i flere tusen selskaper rundt om i verden. Mange av disse selskapene er finansielle, det vil si ulike typer av banker og forsikringselskap. Oljefondet kjøper både aksjer og obligasjoner i selskaper (med en fordeling på omtrent 60/40 mellom disse). De seneste årene har også oljefondet åpnet for investering i eiendom.

#### OLJEFONDET INVESTERTE I LEHMAN BROTHERS

I tiåret før krisen inntraff investerte oljefondet tungt i finansielle selskap som tjente penger på den voldsomme økningen i boligkjøp og i usikret forbrukergjeld, både i USA og i Europa. I oljefondets portefølje ved utgangen av 2007, like før krisen brøt ut, finner vi mange selskapsnavn som i 2008 ble verdenskjente som følge av subprime-relaterte konkurser og som mottagere av gigantiske offentlige redningspakker. Et av dem var den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers, som gikk konkurs 15. september 2008. Ved utgangen av 2007 satt oljefondet på mer enn 5 milliarder kroner i obligasjoner i selskapet, samt over 500 millioner kroner i Lehman-aksjer.<sup>11</sup> Lehman Brothers er blitt stående som den mest kjente av bankene som gikk under i krisen. Denne konkursen blir ofte regnet for å være den som trigget den globale kredittskvisen høsten

2008, da krisen i det amerikanske boligmarkedet spredte seg til å bli en global finanskrisen. Foreløpig holder også Lehman Brothers æresplassen som USAs største konkurs noensinne, på 690 milliarder dollar. Den amerikanske stat har videre måttet bruke om lag 100 millioner dollar til advokater, for å rydde opp i Lehmans papirer og finne ut av hvem som skylder hva til hvem. Lehman Brothers hadde tjent gode penger på svært risikable subprime-lån og kompliserte spareprodukter, fortjenester som investorer i selskapet nøy godt av før investeringsbanken gikk konkurs.

Oljefondet var også veldig tungt investert i den amerikanske boligboblen som vokste i perioden 2000-2007. Mange andre kjente navn fra Wall Street er å finne i oljefondets portefølje fra denne perioden (se tabell 1). Et utvalg av disse er Goldman Sachs, American International Group, JP Morgan og Merrill Lynch, hvor oljefondet eide flere milliarder

**Oljefondet har lenge hatt, og har fremdeles, betydelige eierskapsposisjoner i både offentlig og privat europeisk gjeld.**

kroner verdt av obligasjoner og aksjer i hver av disse. Lehmans var heller ikke den eneste konkursen som oljefondet var investert i, også Bear Stearns og storbanken Wachovia gikk under i 2008. I tillegg til de bankene og finansselskapene som er oppgitt i tabellen på neste side eide også oljefondet mindre posisjoner i



**Tabell 1** Et utvalg amerikanske finansinstitusjoner som var tungt involverte i subprimekrisen og oljefondets eierskap i disse per 2007. Tall hentet fra Årsrapporten om Statens Pensjonsfond Utland, skrevet av Norges Bank Investment Managemt, www.nbim.no. I millioner kroner.

BANK	2007	
	Obligasjoner	Aksjer
Lehman Brothers*	5 926	514
Goldman Sachs	5 678	1 634
Merrill Lynch*	6 199	884
Morgan Stanley*	8 183	999
Bear Stearns*	3 567	200
Citigroup*	7 205	2 834
Bank of Amerika	6 317	2 526
JP Morgan Chase*	10 176	488
AIG	2 548	2 711
Countrywide*	5 340	688
Wachovia*	2 397	634
Washington Mutual (WAMU)*	7 917	168
Wells Fargo	5 476	51
Freddie Mac	37 150	354
Federal National Mortgage Association	90 144	610
Federal Home Loan Bank System	23 356	-
Government National Mortgage Association	10 233	-

\* Selskapet består av en rekke separate firma, summen av eierskap i obligasjoner som er vist her, er totalsummen av SP-U's investeringer i disse selskapene

et hundretalls andre selskap som jobbet med formidling av boliglån, samt strukturering og videresalg av disse lånene, i perioden fram mot krisen. Flere av disse selskapene spesialiserte seg på å gi dyre boliglån med flytende rente til søkere med svak betalingsvne.

### Britiske risikobanker

Ved inngangen til finanskrisen hadde oljefondet investert tungt i europeiske banker og andre finansielle selskaper, som tjente penger på tjenester relatert til boliglån og videresalg av slike lån gjennom såkalte strukturerte spareprodukter (se ordliste for forklaring). På samme måte som for USA, finner vi også her en liste over «the usual suspects» i oljefondets portefølje - det vil si en rekke banknavn som ble kjente for sin medvirkning til finanskrisen. Oljefondet hadde obligasjoner og aksjer i nesten alle britiske banker som var involverte i krisen etter å ha tatt for mye risiko i boliglånsmarkedet og andre kredittmarkeder:

- **Northern Rock** ble krisens første «offer» i Storbritannia høsten 2007, da briter for første gang sto i kø for å ta ut pengene sine på rykter om at banken gikk konkurs. Den nord-engelske banken hadde raskt vokst seg til å bli Storbritannias femte største gjennom en enorm ekspansjon av boliglån. Northern Rock gjorde seg kjent for sine 125 prosent-lån, altså lån hvor kunden fikk låne 125 prosent av kjøpesummen. I denne usunne banken var det norske oljefondet investert med 4.3 milliarder i obligasjoner og 27 millioner i aksjer.
- **Banken Bradford & Bingley** måtte overtas av den britiske stat, med en redningsaksjon 29. september 2008 til en foreløpig prislapp på 4.3 milliarder pund. B & B var også med på den britiske boligboblen. Banken utviklet en praksis kalt «self-certification» (selvvalidering), som innebar at lånesøkere kunne oppgi inntekt uten noen form for bevis eller validering av denne fra for eksempel arbeidsgiver. Oljefondet satt på 7.9 milliarder verdt av obligasjoner i B & B.
- Den største britiske boliglånsbanken, **Halifax Bank of Scotland (HBOS)**, ble tvangssammenslått med Lloyds Banking Groups for å unngå konkurs. Her eide Norge hele 23.3 milliarder i obligasjoner og 2.2 milliarder i aksjer.
- I tillegg kom også RBS, Barclays, Nationwide og Standard Chartered.

### Flere beryktede banker

Oljefondet var like tungt inne i banker på det europeiske kontinentet, som også hadde bygd opp store, risikable posisjoner i kredittmarkedene før krisen inntraff. Fondet hadde lånt mer enn 3 milliarder i obligasjoner til de tre nå berømte islandske bankene Glitnir, Kaupthing og Landsbanki.

Oljefondet er også tungt inne i store finansinstitusjoner. Tabell 2 viser et utvalg av disse, og fondets eierskap i disse i 2007 og 2011. Det er viktig å merke seg at endringen i vektning mellom aksjer og obligasjoner i stor grad skyldes en endring i oljefondets investeringsregler som ble innført i 2008. Fram til da var fondet investert 40 prosent i aksjer og 60 prosent i obligasjoner, mens i 2008 ble dette snudd om.

I tillegg til bankene som er presentert i denne tabellen eier også oljefondet posisjoner i et hundre-



**Tabell 2** Et utvalg europeisk storbanker/finansinstitusjoner som SP-U var investert ved utgangen av 2007 og 2011, i millioner kroner.\*

BANK	2007		2011		HJEMLAND
	Obligasjoner	Aksjer	Obligasjoner	Aksjer	
Credit Agricole	1 061	886	2 285	592	Frankrike
Deutsche Bank	1 968	2 612	556	4 884	Frankrike
Dexia	12 978	752	-	40	Belgia
Hypo Real Estate	12 186	439	-	-	Tyskland
Fortis	1 559	2 368	267	-	Belgia
Societe Generale	1 316	3 216	1 834	12 062	Frankrike
BNP Paribas	1 853	5 792	3 419	6 052	Frankrike
Commerzbank	20 193	967	414	743	Tyskland
Allied Irish	4 377	874	541	7 420	Irland
Anglo Irish Bank	2 365	545	-	-	Irland
ING	1 907	3 533	3 255	3 615	Nederland
ABN AMRO	2 437	-	4 092	-	Nederland
Rabobank	8 470	-	-	-	Nederland
Credit Suisse	2 530	2 935	4 689	3 307	Sveits
UBS	1 381	4 559	4 368	10 036	Sveits
Banco Santander**	16 518	2 432	5 918	7 996	Spania
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	22 433	3 708	7 116	5 016	Spania

\* Tall er avrundet

\*\* Santander har hatt en voldsom ekspansjon i senere år og etabler en rekke underselskaper.

SP-U er også investert i disse selskapene, men disse investeringen inngår ikke i summen vist her.

talls mindre banker rundt om i Europa, en rekke italienske og portugisiske banker, samt de beryktede spanske cajas. Utvalget i tabellen er gjort på bakgrunn av disse bankenes særlig framtrekkende rolle i krisen. Flere av disse gikk konkurs, eller var så nær konkurs at de måtte reddes og tvangssammenslås (bl.a. Dexia, Rabobank, ABM AMRO, Anglo Irish og Hypo).

### Bankene som bygget opp gjeld

Flere av disse bankene havnet i tillegg i vansker på grunn av store lån til europeiske stater. Særlig tyske og franske banker har lånt mye til Sør-Europa, og vakler nå i møte med eurokrisen. Oljefondet var også investert i den belgiske banken Dexia, Belgias største arbeidsgiver, som gjennom et samarbeid mellom Belgia, Nederland og Luxembourg ble reddet fra konkurs etter å ha overinvestert i særlig gresk statsgjeld.

Andre banker hadde overinvestert i lån til byggeprosjekter og entreprenørselskap som fikk betalingsproblemer da boligboomen bremset opp i mange land. Særlig Spania og Irland hadde enorme boligbobler som brått sprakk i 2008 og påførte de långivende bankene store tap.

Alle bankene som er representerte i tabellen over spilte en stor rolle i oppbyggingen av gjeld i Europa i årene før krisen. Flere av disse bankene representerer også klare interesser hva angår løsninger av krisen. De finansielle interessene til disse og mange andre banker har fått forrang fremfor hensyn til realøkonomien og menneskene i eurosone. Så lenge ikke gjeldsletting finner sted i særlig omfang, slipper disse bankene å realisere alle tapene på sine regnskap. Disse bankene er interesserte i at vanlige folk og bedrifter i realøkonomien skal bære hele kostnadene ved den tilpasning som nå må skje. Gjennom sitt eierskap i disse bankene, og indirekte da et eierskap i det europeiske gjeldsproblemet, deler oljefondet disse interessene.

### INVESTERINGER I EUROPEISK STATSGJELD

Oljefondet har også hatt et betydelig direkte eierskap i europeisk statsgjeld, og ikke bare indirekte gjennom eierskap og obligasjoner i banker som Dexia og Soc Generale som igjen har lånt tungt til europeiske stater. Tabell 3 viser oljefondets beholdning av statsobligasjoner for et knippe land, i 2007 og 2011.<sup>12</sup>

- Norge, gjennom oljefondet, hadde ved utgangen av 2007 lånt 18.6 milliarder til Hellas, 2.3 milliarder til Irland, 13.7 milliarder til Spania, 13.8 milliarder til Portugal og hele 42 milliarder kroner til Italia.
- Norge har også lånt betydelige summer til nordeuropeiske land som Frankrike (30.7 milliarder), Østerrike (20.5 milliarder) og selv Tyskland (hele 121 milliarder).

Som hos andre investorer (kreditorer) var det ingen særlig bekymring over lånemengdene og kvaliteten ved disse lånene i oppgangstider.

### Vender seg bort fra Europa

Det sies om banker at de er institusjoner som låner ut paraplyer i godvær, for så å kreve dem inn igjen når det begynner å regne. Dette samme kan sies om oljefondets atferd i forhold til europeisk statsgjeld. Oljefondet lånte store summer til de kriserammede landene i oppgangstiden før krisen brøt ut. Nå som landene er i krise og trenger mer lån for å kunne drive keynesiansk motkonjunkturpolitikk, er låneviljen så godt som borte.

Oversikten over fondets portefølje ved utgangen av 2012 er enda ikke offentliggjort, men dekning i internasjonale medier som Financial Times har avslørt at oljefondet i løpet av 2012 har solgt seg helt ut av irsk og portugisisk statsgjeld. Videre har fondet solgt seg betydelig ned i land som Spania og Italia. Profittmulighetene på det europeiske kontinentet synes uttømt. Fondets direktør Yngve Slyngstad har ved flere anledninger uttalt at fondet i årene fremover vil vende seg bort fra Europa og investere mer på andre kontinent. Imens ligger Sør-Europa i økonomiske ruiner.

### Anerkjenner ingen del i det

Da krisen brøt ut, satt Norge med hundretalls milliarder med lån til Europa. Derimot har Norge ikke vist noen vilje til å ta et medansvar for oppbyggingen av denne gjeldskrisen, og da en forpliktelse til å dele på de økonomiske kostnadene med den nødvendige tilpasningen. På lik linje med Tyskland har oljefondet insistert på at det er folket i landene i sør som må bære hele byrden for tilpasning alene. Det finnes ingen anerkjennelse av at de som har lånt ut alle disse pengene har tatt dårlige økonomiske valg, og derfor må ta sin del av kostnadene som følger disse valgene.

**Tabell 3** SP-Us beholdning av statsgjeld ved utgangen av 2007 og 2011, for et utvalg land, i millioner kroner.

LAND	2007	2011
Hellas	18 580	1 505
Spania	13 699	17 975
Portugal	13 809	742
Irland	2 311	3 812
Frankrike	30 735	79 789
Storbritannia	42 097	109 813
Tyskland	121 078*	51 293*
Østerrike	20 530	15 560
Italia	42 075	32 913

\* Oljefondet har også kjøpt mange statsobligasjoner i ulike tyske Bundeslander. Disse investeringene inngår ikke i summen over, som bare viser lån til den tyske sentralstaten.

Oljefondet var blant et mindretall av kreditorer til Hellas som i 2011 stemte imot et IMF-forslag om restrukturering av deler av gresk statsgjeld. Oljefondets direktør Yngve Slyngstad hevdet at de stemte mot på grunn av juridiske teknikaliteter ved denne bestemte avtalen, og ikke mot prinsippet om gjeldssletting som sådan. Dette nei-et gikk derimot ikke upåaktet hen i den internasjonale finanspressen. Oljefondets holdning kan ha medvirket til å skade videre forsøk på gjeldssletting. Fordi et mindretalls stemte nei, trigget denne gjeldsslettingen utbetaling på en type kredittderivat, kalt Credit Default Swaps (se ordlisten). Disse fungerer som et slags forsikringsinstrument, med den forskjell at du ikke trenger å eie europeiske statsobligasjoner for å forsikre deg mot tap på disse. Kontraktene handles privat og det er derfor vanskelig å vite hvem som eier/selger dem og hvor mange kontrakter som finnes. Slike kontrakter vanskeliggjør avtaler om gjeldssanering ved statlige gjeldskriser, da det endrer insentivene til kreditorer. Heller enn å godta en nedskrivning på for eksempel 70 prosent, kan kreditorer stemme nei, tvinge landet ut i konkurs, og så få tilbake 100 prosent av sine lån gjennom disse kontraktene (forutsatt at selgeren ikke har gått konkurs). Det vites ikke om oljefondet eier slike derivatkontrakter, men mange andre europeiske kreditorer gjør trolig det. Fordi den greske gjeldssaneringen i 2011 formelt ble merket «ufrivillig» fordi noen kreditorer stemte nei, fikk de av disse som eide credit default swaps tilbake 100 prosent av sine investeringer.

Oljefondets eierskap slik det er presentert ovenfor kan se betydelige ut for den vanlige leser. Det utgjør

likevel en ganske liten del av disse bankenes totale aksjer og obligasjoner, og de suverene statenes totale gjeld. Statens Pensjonsfond Utland er en streng porteføljeinvestor, det vil si at fondet aldri tar kontrollerende eierandeler i noe selskap. Oljefondet kjøper aldri mer enn 3 prosent av aksjene i et selskap. Som oftest er eierandelen langt mindre enn dette, gjerne under en halv prosent. Dette betyr at oljefondet ikke søker betydelig innflytelse over selskapers drift gjennom for eksempel stemmegivning i selskapenes generalforsamling.

Som tilfellet WalMart viste, kan en småaksjonær som oljefondet likevel utøve mye makt over et selskap. Da oljefondet trakk seg ut av den amerikanske butikkjeden på bakgrunn av begrensningen av arbeidernes organisasjonsrettigheter, vakte dette stor internasjonal oppmerksomhet. Andre investorer fulgte etter. Termen «Corporate Social Responsibility» fikk en større plass på pensum til ledende amerikanske business-skoler som følge av denne kontroversen.

## Da krisen brøt ut, satt Norge med hundretalls milliarder med lån til Europa.

Aktiviteten til et så stort og høyt respektert statlig investeringsfond som Norges følges over hele verden. Oljefondet har større innflytelse enn den begrensede eierposten de har i hvert enkelt selskap skulle tilsi. Det fremstår som et forbilde for mange internasjonale fond, og kan derfor potensielt ha en «bjellesau»-funksjon ved sine handlinger i eurokrisen.

### DNB OG ANDRE PRIVATE INVESTORER

I tillegg til oljefondet eier også flere norske banker, spare- og investeringsfond europeisk gjeld. Disse eierskapsposisjonene er langt vanskeligere å få oversikt over enn oljefondet, som har en strengere offentlig rapporteringsplikt.

De andre norske aktørene har også tjent penger på Sør-Europas enorme gjeldsoppbygging i tiåret før krisen. Store norske banker som DNB har tjent betydelige penger på selve krisen og på EUs krisetiltak. Et av den europeiske sentralbankens krisetiltak har vært å gjøre tilgjengelig store mengder billige lån til europeiske banker for at disse skal kunne fortsette sin virksomhet og gi lån til blant annet realøkonomiske bedrifter. Formålet har vært å opprettholde økonomisk aktivitet og bidra til vekst. Programmet *Long Term Financing Operations* (LTRO) gikk ut på å gjøre tilgjengelig betydelige midler til europeiske banker til ESBs styringsrente. I den aktuelle perioden lå renten på rundt 1 prosent, og hadde en løpetid på tre år. Tiltaket var ment å hjelpe krise-rammede europeiske banker, som sliter med tap på europeisk gjeld, til å fortsette å låne penger til aktører i realøkonomien.

### Lurte seg inn i LTRO

Som norsk bank utenfor EU hadde DNB i utgangspunkt ikke tilgang til LTRO-programmet. Gjennom sitt datterselskap i Finland lyktes likevel DNB å låne penger gjennom dette krisetiltaksprogrammet. DNB lånte hele 24.7 milliarder kroner gjennom LTRO. Ikke bare benyttet DNB seg av et tiltak som ikke var ment for norske banker, men DNB lånte i tillegg mer penger gjennom LTRO-programmet enn det som var gjennomsnittet for deltagende banker.<sup>13</sup> For europeiske banker som vakler i møte med krisen var det en potensiell fare knyttet til det å låne for mye gjennom LTRO-programmet. Det kunne tolkes som et svakhetstegn i de øvrige pengemarkedene og føre til et press mot banken. DNB er en meget solid bank og har bedre kapitaldekning og framtidsutsikter enn sine europeiske kolleger. Fordi DNB for tiden er såpass solid, kunne banken låne så mye den ville gjennom LTRO-programmet uten å risikere et rykte om å være i alvorlige vansker. DNBs motivasjon for å låne fra ESB var heller ikke at banken hadde vanskeligheter med å låne i de vanlige internasjonale pengemarkedene. Det var for å tjene på de gunstige LTRO-lånene, som hadde en effektiv rente som er negativ. Det var med andre ord gratis penger for DNB. Som storeier tjente den norske stat betydelig på DNBs misbruk av den europeiske sentralbankens krisetiltak.

På spørsmål fra nettavisen e24 om ikke det var rart at DNB skulle benytte seg av EUs krisetiltak, svarte konsernsjef Rune Bjerke «Nei, på ingen måte. Tvert imot. Vi har gjort det som var meningen med disse lånene. Vi har bidratt til økt økonomisk aktivitet».<sup>14</sup>

Økt økonomisk aktivitet i Norge, og profitt til en allerede sterk norsk bank, var neppe det ESB og de europeiske lederne hadde i tankene da de utformet og iverksatte LTRO-programmet. Norge fortsetter med å tjene gode penger på krisen i Europa.

### Nøytrale eksperter?

Det er problematisk når analytikere og tradere fra norske banker blir trukket frem i media som nøytrale eksperter og kommenterer den pågående krisen i Europa. Bankene og andre kreditorer har bestemte finansielle interesser i krisen, og er derfor ikke en nøytral part. Som følge av deres ståsted fremmes et svært ensidig bilde i media, fra et finansielt- og kreditorperspektiv. Realøkonomiske perspektiv eller perspektiver til skyldnere blir sjelden hørt.

Fenomenet med bruk av bankansatte som kommentatorer i media er ikke unikt for Norge. Problemet er like utbredt i deknningen av eurokrisen av internasjonale medier som for eksempel BBC og Bloomberg, hvor representanter for store europeiske banker hyppig blir brukt som nøytrale kommentatorer. Krisen er imidlertid noe disse representantene i høyeste grad har en bestemt interesse i.

### TODELINGEN AV EUROPA – KREDITOR OG SKYLDNER

Både kreditorer og skyldnere har del i oppbyggingen av eurokrisen. Kreditorer (de fleste i Nord-Europa) har tjent betydelig på å ha lånt penger til et Sør-Europa i voldsom, forbruksdrevet vekst i årene før boblen sprakk. Noen ansvarsdeling har derimot ikke skjedd så langt.

I stedet ser vi en krise hvor det er skyldnere og vanlige folk i landene med gjeld som lider under kuttpolitikk. Denne politikken er i stor grad diktert fra kreditorlandene i nord, og tjener deres finansielle interesser. Befolkningene i de kriserammede landene er underlagt kravene fra kreditorlandene i nord, og prisgitt kriseforståelsen til disse aktørene. Tilsvarende har lenge vært tilfelle i forholdet mellom u-land i gjeld og deres kreditorer. Nå utspiller det samme maktforholdet seg på det europeiske kontinentet.

Tyskland blir holdt frem som et eksempel til etterfølgelse i mediedekningen av denne krisen. Et land som har et stort handelsoverskudd mot andre land, og som har en økonomisk forsiktig befolkning hva angår sparing og gjeld. Berlin er en av de få hovedstedene i Europa hvor det fremdeles er relativt billig å bo, og Tyskland har bare hatt en

Det er lite trolig at befolkninger i demokratiske land vil finne seg i å måtte ta hele regningen selv i lengden.

moderat prisvekst i boligmarkedet de seneste tjue årene. De som fremholder Tyskland som et godt eksempel har derimot misforstått grunnprinsippene i makroøkonomi:

- For at et land skal kunne eksportere må et annet importere.
- For at noen skal få avkastning på sine sparepenger, er noen andre nødt til å låne disse og betale renter.

Tyskland er det største og mektigste landet i EU, og har vært det som aller hardest har fremsatt krav om strukturell reform og kuttpolitikk i sør som vilkår for lån. I en artikkel i New York Review of Books i 2012 var den kjente investoren og filantropen George Soros knallhard i sin kritikk av Tysklands håndtering av krisen så langt. Soros ba bente frem landet om å «lead or leave» – altså ta lederskap og ansvar for en løsning på krisen, eller forlate valutasamarbeidet.<sup>15</sup> Soros mente at om Tysklands motstand mot å skulle finansiere en løsning på krisen fortsatte, ville eurosamarbeidet vært bedre stilt uten sitt sterkeste medlem.

Todelingen mellom kreditorer og skyldnere som Soros og mange med han finner problematisk, er en utvikling Norge er med på. De som sitter med gjeld i Sør-Europa og Irland, det være seg privatpersoner eller stater, er underordnet ønskene og interessene til kreditorerne i nord.

## UØKONOMISK KUTTPOLITIKK

Policy-tilnærmingen som EU har tatt så langt kalles «austerity» på engelsk og blir gjerne oversatt vekslende som kuttpolitikk, sparepolitikk, eller det mer formelle «intern devaluering» på norsk. Tanken bak innstrammingspolitikken er at dersom lønningene og prisen i kriselandene tvinges tilstrekkelig ned, vil landene gjenvinne sin konkurransekraft og deretter kunne eksportere seg tilbake til vekst og velstand. Tilhengerne av denne politikken er lite villige til å spesifisere hvor lang tid denne prosessen skal ta, og hvor langt ned prisene må gå før veksten vil tilta. Det finnes heller ikke noen empiriske eksempler på at slik innstrammingspolitikk har fungert tidligere. I de fleste demokratier vil det også være grenser for hvor mye økonomisk smerte en befolkning finner seg i før de stemmer på partier med en helt annen økonomisk politikk. Tyskland blir ofte holdt frem som eksempel på at denne typen politikk virker, og det siktes her til den tilpasningen landet gjennomgikk etter sammenlåingen av Øst- og Vest-Tyskland. Ved gjenforeningen fikk østtyske Mark veksles inn en-til-en med vesttyske Mark, selv om den østtyske valutaen var mye mindre verdt. Dette grepet var gunstig politisk, men skapte en økonomisk krise med den økte kjøpekraften til tidligere østtyske Mark. Dette var derimot en langt mildere økonomisk krise enn den Europa står i nå, tilpasningen som måtte til var mindre. Likevel tok det Tyskland mer enn ti år å gjenvinne konkurransekraften til sin valuta.

De søreuropeiske landene har i dag et langt større produktivitetsgap å ta igjen. Hellas og Portugal må redusere sine priser med 35 prosent for å ta igjen tapt konkurransekraft.<sup>16</sup> Økonomiprofessor Hans Werner Sinn estimerer at dette kan ta tjue år. Frankrike og Spania må bli 20 prosent billigere og Italia 15 prosent. Dette er alle enorme tilpasninger som vil ta veldig lang tid, og medføre enorme økonomiske lidelser for menneskene i disse landene. Arbeider- og middelklassen må gjennom sparepolitikk betale dobbelt for finanskrisen; først gjennom en enorm, skattefinansiert redningspakke til bankene i 2008/2009, og nå gjennom de kuttene i offentlige tjenester som skjer fordi statene må betale for disse redningspakkene.<sup>17</sup> Det er lite trolig at befolkninger i demokratiske land vil finne seg i å måtte ta hele regningen selv i lengden. EU har måtte sette til side to demokratiske valgte regjeringer (i Hellas og Italia) for å kunne gjennomføre sin kuttpolitikk. Allerede har vi sett en økning i oppslutningen om fløypartier i flere av de kriserammede landene. Fremgangen til det nynazistiske partiet

Gyllent Daggrø i Hellas gir uhyggelige assosiasjoner til krisereaksjonene i mellomkrigstidene.

## IMF-økonomer innrømmer at kutt var feil

Austerity-politikken har nå vært prøvd i tre år uten at veksten har returnert til kriselandene i eurosonen. IMF-økonomer har offentlig beklaget at de tidligere har anbefalt denne type spare- og kuttpolitikk som et middel for å nå økonomisk vekst. Forhåpentligvis vil innrømmelsen fra fagøkonomene etter hvert få IMF til å endre kurs i form av anbefalt politikk og vilkår fra lån. Forhåpentligvis vil ledelsen i EU følge etter. En slik policy-endring er derimot ikke garantert bare fordi disse fagøkonomene har endret mening. Det er mange finansielle interesser på spill knyttet til denne politikken.

Kriseløsningen til EU og «troikaen» slår sprekker også andre steder. Det nyopprettede og permanente redningsfondet European Stability Mechanism ble i slutten av november 2012 nedgradert av ratingbyrået Moody's.<sup>18</sup> ESM vil fra 2014 ha 500 milliarder euro til rådighet til å hjelpe eurosoneland i nød. Hjelpen vil komme i form av lån med strenge vilkår, av den typen som Hellas og Spania nå er underlagt.

<sup>11</sup> Disse og følgende 2007-tall er hentet fra Norges Bank Investment Management sine egne årsrapporter fra 2007, på Equities (aksjer) og Fixed Income (obligasjoner). Disse og andre rapporter er offentlig tilgjengelig på [www.nbim.no/media-og-publikasjoner/rapporter](http://www.nbim.no/media-og-publikasjoner/rapporter).

<sup>12</sup> Årsrapporten for 2012 var ikke offentliggjort da denne rapporten gikk i trykk. Fra internasjonal og norsk mediedekning vet vi likevel at SP-U nå har solgt seg helt ut av Irland og Portugal.

<sup>13</sup> Niels Ruben Ravnaas (2012) «DNB har lånt 22 krisemilliarder», NA24, 29. februar. [www.na24.no/article3345689.ece](http://www.na24.no/article3345689.ece).

<sup>14</sup> Johann D. Sundberg (2012) «DNB tjener milliarder på europeiske kriselån», e24.no/boers-og-finans/dnb-tjener-milliarder-paa-europeiske-kriselaan/20252548, 12. juli.

<sup>15</sup> George Soros (2012) «The Tragedy of the European Union and How to Resolve It», *New York Review of Books*, 27. september. Tilgjengelig på [www.nybooks.com/articles/archives/2012/sep/27/tragedy-european-union-and-how-resolve-it/](http://www.nybooks.com/articles/archives/2012/sep/27/tragedy-european-union-and-how-resolve-it/).

<sup>16</sup> Hans-Werner Sinn (2012) «A Second Chance for European Reform», *Project Syndicate*, 27. desember.

<sup>17</sup> Den beste og enkleste innføringen i logikken bak og følgene av «Austerity»-politikk finnes i en kort YouTube-video av Brown-professor Mark Blyth: [youtu.be/go2bVGi0ReE](http://youtu.be/go2bVGi0ReE).

<sup>18</sup> BBC (2012) «Moody's cuts AAA rating of ESM rescue fund», 30 november. Tilgjengelig på [www.bbc.co.uk/news/business-20564102](http://www.bbc.co.uk/news/business-20564102).

---

# Mulige løsninger

---



I juli 2012 skrev en arbeidsgruppe av verdensledende økonomer at de fryktet EUs ledelse «[går] i søvne mot en katastrofe av utenkelige proporsjoner». <sup>19</sup> Krisehåndteringen så langt har vist at finansielle interesser gis forrang fremfor realøkonomiske interesser. Hensynet til europeiske banker og investorer, som det norske oljefondet, vektes over behovet som menneskene i de kriserammede landene har for arbeid og nødvendige velferdsgoder. Bankene reddes, men ikke menneskene.

Skal krisen løses på en god måte og raskt må byrdene av en tilpasning deles mellom de ulike aktørene som medvirket til å skape krisen. Kreditorerne må innrømme sitt ansvar og ta sin del av regningen.

#### MÅ LETTE GJELDSBYRDEN

Uten gjeldssanering i en eller annen utgave er det vanskelig å se for seg noen løsning på eurokrisen. Den enorme gjeldsbyrden i Sør-Europa og Irland er ikke bærekraftig. Mesteparten av denne gjelden vil aldri kunne tilbakebetales. Jo mer disse landene tvinges til kuttpolitikk som hemmer vekst, desto dårligere blir deres tilbakebetalingsevne. Før kreditorlandene i nord innser at gjelden aldri kan bli tilbakebetalt, og at tapene på disse lånene må tas av kreditorer før eller siden, er det vanskelig å se for seg en snarlig løsning på krisen. Selv om befolkningen i kriselandene finner seg i kuttpolitikken og ikke gjør opprør ved valgunnene vil tilpasningen ta tiår – ikke år.

#### BEDRE LÅNEVILKÅR

Det å gi bedre vilkår til låntagere (private og offentlige), i form av lengre tilbakebetalingstid og en mer gunstig rente, er et absolutt minstekrav for å komme ut av krisen og bedre forholdene for de millioner av mennesker som nå lider. Dette har USA innsett, og har gjennomført et omfattende program der staten tvinger bankene til å reforhandle lånevilkår med sine boliglånskunder. I begynnelsen motsatte seg bankene dette, og forsøkte å unngå disse kravene og bruke de midlene den amerikanske staten hadde gjort tilgjengelig til andre formål. Nå har imidlertid dette programmet hjulpet hundretusener av boligeiere til å kunne vedlikeholde sine boliglån.

#### FORDELE TILPASNINGEN PÅ FLERE

Trolig vil sletting av privat gjeld fremstå som mer kontroversielt enn sletting av statsgjeld, men privatgjeld er også viktig å takle om denne krisen skal løses. I slutten av 2009, da Hellas' gjeldsproblem ble kjent for verden, var gjeldssanering sett på som

# Uten gjeldssanering i en eller annen utgave er det vanskelig å se for seg noen løsning på eurokrisen.

utelukket av Tysklands og EUs myndigheter. Likevel har «restrukturerings», som EUs myndigheter kaller sanering, kommet på agendaen etter hvert som andre alternativ viste seg fåfengt etter hvert som krisen i Hellas forverret seg.

Det å tvinge investorer til å ettergi mer av gresk statsgjeld samt annen europeisk statsgjeld, vil påføre finanssektoren betydelige tap. Sletting av privat gjeld vil selvsagt også ha denne effekt på bankenes balanser. På kort sikt kan en slik gjeldssanering derfor trigge en ny bankkrise. Likevel kan dette være den eneste fornuftige løsningen på krisen, som fordeler smertene ved tilpasningen bedre på tvers av ulike grupper av aktører.

#### KJØPE GRIBBEFOND

Den norske økonomen Erik S. Reinert har presentert argumentet for gjeldssletting klart og tydelig i Norge gjennom foredrag og offentlig debatt. Reinert viser til at omfattende gjeldssletting har vært praktisert tidligere i historien, når samfunn har forgjeldet seg såpass at grunnlaget for økonomisk vekst svekkes. Referanser til slik gjeldssletting, kalt «jubelår», er også å finne i bibelen.

Inspirert av disse historiske jubelårene har Occupy Wall Street kalt sin gjeldsslettingskampanje for «Rolling Jubilee». Kampanjen ble startet i

november 2012 og går ut på at frivillige velgjørere kjøper opp verdipapirisert gjeld som havnet i vansker med subprime-krisen. Fordi disse strukturerte lånene nå er ansett som svært risikable kan de kjøpes billig (gjørne 95 prosent redusert i pris). Når gjelden er kjøpt opp fra bankene som eide den, tilgis gjelden i praksis ved at den aldri kreves inn. En donor kan ikke velge hvilke boliglån hun skal kjøpe opp og tilgi, da denne informasjonen ikke er tilgjengelig ved oppkjøp. Gjeldslettingen skjer med andre ord «blindt».

Kampanjen har blitt kraftig kritisert både fra høyre- og venstresiden i USA. Høyresiden har argumentert med at denne typen gjeldsoppkjøp kan gi en skattesmell både for donor og den som får hjelp (dette skattespørsmålet synes ennå ikke å være avklart), og for at kampanjen ikke skiller mellom «verdige» og «uverdige» mottagere av hjelp. Venstresiden anklager Occupy Wall Street for å støtte opp om et råttent bankvesen som heller burde avvikles/nasjonaliseres/reguleres/skattlegges. Billiglånene ville imidlertid blitt kjøpt opp av andre investorer som såkalte «gribbefond» dersom ikke Occupy kjøpte dem. Og andre investorer har ikke til hensikt å tilgi gjelden. Trass i sine mer moderate ambisjoner og potensielt problematiske aspekter, er Rolling Jubilee et konkret tiltak som kan gjennomføres under eksisterende regelverk og utgjøre en forskjell, om så bare en liten forskjell. I januar 2013 har kampanjen samlet inn mer enn 500.000 dollar fra ulike donorer som har gitt alt fra små summer på fem dollar til flere tusen. Med disse midlene har prosjektet lyktes å slette boliggjeld verdt mer enn 11 millioner dollar.<sup>20</sup>

#### INFLASJON KAN REDUSERE GJELDEN

Høyere inflasjon er også en mulig løsning på en gjeldskrise. Inflasjon bedrer gjeldskriser ved at gjelden blir mindre verdt etter hvert som prisene stiger. Som en tommelfingerregel kan vi si at inflasjon tjener de med gjeld, og skader de med sparepenger fordi kjøpekraften til sparepengene reduseres. Inflasjon er kanskje det eneste policyforslaget som Tyskland er enda mer skeptiske til enn det å skulle tilgi gjeld. Diskusjoner om en moderat økning i inflasjon blir ofte forvrengt med skremselsbilder fra mellomkrigstider eller hyperinflationen i Zimbabwe. Likevel foreslår mange moderate økonomer, eksempelvis Paul Krugman, at ESB nå øker sitt inflasjonsmål fra 2 til 4 prosent. En slik moderat inflasjon vil likevel bare virke over mange år. Sinn estimerer at dersom kriselandene har 2 prosent lavere prisvekst enn sine konkurrenter, vil det ta ti år før ubalansene er utjevnet.<sup>21</sup>

#### EN ELLER FLERE DROPPER EUROEN

- De strukturelle svakhetene ved euroen som valutasystem har gjort at de kriserammede landene nå står igjen uten nødvendige egne virkemiddel til å løse krisen.
- Pengepolitikken styres fra Frankfurt og Brussel.
- Mulighetene til å drive keynesiansk motkonjunkturpolitikk er begrenset gjennom Maastricht-traktaten og ved at flere av disse landene i praksis nå er utestengte fra internasjonale pengemarkeder, og da ikke kan låne mer til bærekraftige renter.
- Island er et klart eksempel på hvor mye lettere en krise kan takles om et land har sin egen valuta.

Disse momentene peker på at euroen var ingen god idé i utgangspunktet. De kriserammede landene hadde vært mye bedre stilt uten euroen. Det betyr derimot ikke at det å forlate valutaunionen nå nødvendigvis er en god løsning.

De lærde strides om det er en god idé for et av landene (og da gjerne Hellas) å gå ut av unionen og vende tilbake til egen valuta, eller om valutaunionen i sin helhet bør oppheves. Det finnes ingen historiske eksempel på en slik utgang, eller oppløsning av en valutaunion av denne typen. Hva som kan skje i et sånt scenario er derfor helt umulig å spå med noen grad av nøyaktighet. De mulige scenarioene som tegnes er ofte veldig dystre, men er altså bare spådommer.

Flere økonomer mener at selv om Hellas og de andre landene lider nå, vil det å gå ut av eurosone være en fullstendig økonomisk katastrofe for landet som går ut og for eurosone som helhet. Det som trolig vil skje, er at hele banksektoren i det landet som går ut umiddelbart vil gå konkurs. Et rykte om utgang vil være tilstrekkelig for at alle kunder med sparepenger i det aktuelle landet vil ta ut pengene av banken før disse euroene blir konvertert til en mindre verdt nasjonal valuta. Allerede i eurokrisen har vi sett at mange med sparepenger i de kriserammede landene har flyttet disse til banker i Nord-Europa, i tilfelle hjemlandet skulle gå ut av valutaunionen. Dette er en moderat og saktegående kapitalflukt, men like fullt en kapitalflukt. Om for eksempel Hellas gikk ut, ville også en utgang åpne seg som mulighet for de andre kriserammede landene. Det ville føre til en spredning av kapitalflukt og bankkonkurser i alle kriselandene.



# Om ikke Tyskland og de andre kreditorlandene i nord endrer linje, står de kriserammede landene igjen med et valg mellom pest eller kolera.

## Pest eller kolera

En slik bankkollaps vil være økonomisk katastrofalt, men disse kriserammede landene befinner seg allerede i en økonomisk katastrofe. Om ikke Tyskland og de andre kreditorlandene i nord endrer linje i forhold til gjeldssanering og deling av kostnader, står de kriserammede landene igjen med et valg mellom pest (å bli i euroen) eller kolera (å gå ut). En utgang av eurosonen kan muligens være mer smertefullt for landet det gjelder på kort sikt, men kanskje bedre for landet lenger frem. Med en egen valuta, vil denne automatisk tilpasses landets konkurransenivå, og landet har igjen mulighet til å eksportere seg til økt økonomisk vekst. Dersom landet som går ut i tillegg får lov til å reforhandle sine euro-dominerte lån til rimeligere og håndterbare lån i den nye valutaen, kan det være en gunstig løsning på sikt.

Det knyttes imidlertid stor usikkerhet til dette, da det er umulig å forutsi hvordan menneskene i disse landene og internasjonale finansmarkeder vil reagere på en utgang fra eurosonen, eller ryktet om en

utgang. Håpet om at en utgang kan bedre situasjonen for de kriserammede landene vil derimot bli styrket av kreditorer som påtvinger skyldnere hele krisekostnaden. Dette må kreditorlandene ta hensyn til. Kreditorerne må anerkjenne at det finnes grenser for hvor mye økonomisk smerte mennesker i demokratier kan påføres før de stemmer på partier med radikalt forskjellige økonomiske løsninger. Befolkningen i de kriserammede landene kan komme til å ta sjansen på å overleve en kort, men brutal omgang kolera fremfor å leve med pest i ti-tjue år til.

<sup>19</sup> Institute for New Economic Thinking (2012) «Breaking the Deadlock: A Path Out of the Crisis», INET Council on the Eurozone Crisis, 23. juli. [ineteconomics.org/council-euro-zone-crisis/statement](http://ineteconomics.org/council-euro-zone-crisis/statement).

<sup>20</sup> Nettstedet til Rolling Jubilee oppdaterer tallene kontinuerlig. Se [www.rollingjubilee.org](http://www.rollingjubilee.org).

<sup>21</sup> Sinn (2012).

# Avslutning: NORGES ANSVAR OG HANDLINGS- ROM

---

«Troikaen» har gjennomgående gitt for lite penger, for sent.<sup>22</sup> Dermed har krisen til nå ikke blitt løst, bare midlertidig utsatt, noe de tjuetalls krisemøtene i EU vitner om. Krisen er langt fra over, selv om finansmarkedene viser tegn til oppgang i januar 2012. I november 2012 synes krisen på ny å ha blitt «løst» på kort sikt, noe som man har trodd mange ganger tidligere siden 2009.

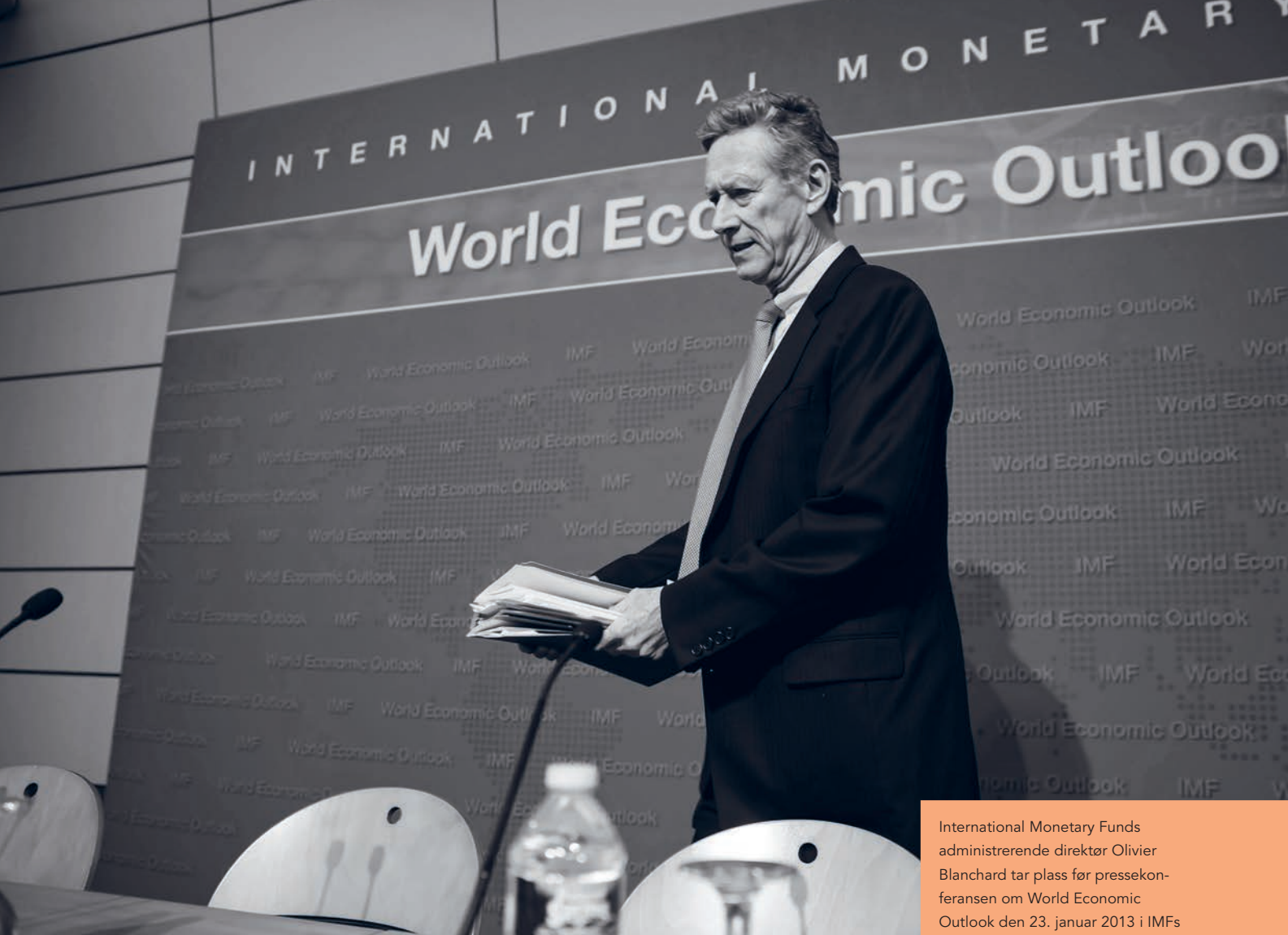
Hellas fikk utbetalt siste del (transje) av lånene fra «troikaen» uten å ha oppfylt kravene i den opprinnelige låneavtalen. Denne utviklingen har i desember 2012/ januar 2013 skapt optimisme i greske aksjemarkeder og blant europeiske banker. Rentene på europeiske statsobligasjoner har sunket. Dette hjelper derimot bare de finansielle aktørene i eurokrisen. Bedringene på børsene i Europa gjør lite for å hjelpe de arbeidsløse, de unge, pensjonistene og alle andre som sliter med å få endene til å møtes. Statistikk over industriproduksjon i eurosone som ble offentliggjort ved årsskiftet tyder på at situasjonen vil være ille også i 2013. Sysselsettingen vil ikke øke tilstrekkelig for å ta igjen det tapte. Kanskje vil ikke sysselsettingen øke

i det hele tatt. Gjeldsbyrdene er fremdeles uholdbar. Tiltak for å redusere denne byrden er ikke bare nødvendig – det haster.

EU er Norges viktigste handelspartner. En langvarig og dyp krise på kontinentet vil være svært uheldig for norsk eksportindustri. Oljefondets finansielle interesser i eurokrisen kan derfor sies å stå i motsetning til interessene til de realøkonomiske aktørene i Norge som har Europa som eksportmarked.

## TRYGGE NORSKE BANKLÅN, UTRYGG VELFERDSSTAT

En løsning av eurokrisen trenger ikke være et nullsumspill. En ekspertgruppe fra Institute for New Economic Thinking (INET), verdens fremste samling av økonomer, påpeker at en fortsatt svekking av kriselandene og eventuelt brudd på euroen påfører også de sterkere kreditorlandene enorme kostnader. Disse kostnadene vil bli langt høyere enn det som det vil koste kreditorene å ettergi deler av gjelden til Sør-Europa. INET-økonomene mener lederne i EU nå går i søvne mot en katastrofe av uante proporsjoner.<sup>23</sup>



International Monetary Funds administrerende direktør Olivier Blanchard tar plass før pressekonferansen om World Economic Outlook den 23. januar 2013 i IMF's hovedkvarter, Washington, D.C.  
FOTO: IMF / STEPHEN JAFFE

En feilaktig tolking av krisen og et ensidig fokus på debitorer som skyld i krisen, hindrer kreditorer og debitorer i å finne en varig løsning som gagnar begge. Norge støtter direkte opp om kuttpolitikken i Europa gjennom sitt bidrag til IMF. Norges Bank nevner også nettopp denne innstrammingspolitikken som en grunn til at lånene til IMF er trygge:

Sikkerheten for lån til IMF vurderes...som meget god, blant annet på grunn av betingelsene om økonomisk tilpasnings- og stabiliseringsprogram for låntakerne. I tillegg er det presedens for at IMF får tilbakebetalt sine fordringer før andre kreditorer. Fondet har aldri realisert tap på lån under de generelle utlånsordningene. (Norges Bank 2012, vår utheving).<sup>24</sup>

Norges Bank understreker nettopp det at IMF-fondet aldri har realisert tap på lån som en rettferdiggjøring på Norges betydelige investering i IMF. Gjeldssanering er foreløpig ikke på agendaen.

Det er ikke i Norges interesse å bidra til at velferdsstatene i våre naboland bygges ned, som et ledd i «troikaens» vilkår for kriselån. Det er sterk politisk vilje i Norge og blant Norges befolkning om å ha en sterk velferdsstat. Når velferden i resten av Europa trues blir det vanskelig, om ikke umulig, å opprettholde et høyt velferdsnivå her hjemme.

<sup>22</sup> Krugman (2012), s 186.

<sup>23</sup> INET (2012).

<sup>24</sup> Sand, Tove Kathrine (2012) «IMF som krisehåndterer og Norges lån til Fondet», *Norges Bank Aktuell kommentar*, Nr 15.

# Etterord: VEIER UT AV KRISEN

---

av Benedikte Pryneid Hansen,  
leder Attac Norge

De siste årene har vært preget av alvorlige økonomiske, og påfølgende sosiale, uroligheter i våre naboland. Her hjemme diskuteres krisen som noe fjernt og ikke noe vi er involvert i. Men som denne rapporten viser har både staten Norge og norske banker tjent gode penger på den samme krisen.

I 2012 fikk DNB tak i 24,7 milliarder kroner i kriselån utstedt av den europeiske sentralbanken. Disse var ment til bruk i kriserammede land i Europa, og ikke til solide norske banker. DNB kan nå se fram til inntjening i milliardklassen på disse lånene de neste årene. Oljefondets utlån til kriserammede land er gode investeringer. Oljefondet vokser mens våre naboer blør. Og pengene utlånt til IMF får vi tilbake med renter.

I den hjemlige debatten er dette perspektivet totalt fraværende, våre politikere og kommentatorer har så langt fokusert på de gjeldstyngede landene. Med denne rapporten ønsker vi å bidra med nye perspektiver i debatten: Vi er både en del av problemet, og vi kan være en del av løsninga – om vi endrer kurs.

## LEVD OVER EVNE

Bankene har i flere år levd over evne. Da bankene måtte reddes ble spekulantenes tap omgjort til stats-

gjeld. Denne gjelda er det nå vanlige folk i Europa som er satt til å betale. Så langt har kriseløsningene i EU vært laget på kreditorenes premisser, helt uten fokus på ansvarlig långivning, og utlånere har ikke vært nødt til å ta tap.

Vår rolle som kreditor former vårt syn på kriseløsningene. Mens vi økte de offentlige investeringene for holde økonomien i gang, tillater vi ikke våre europeiske naboland å gjøre det samme. Fra regjeringshold er det uttalt at vi har ikke noe ansvar for krisen, vi skal ikke bidra, og det anses ikke som problematisk at vi tjener penger på krisen.

Våre utlån tvinger debitorlandene til strukturtilpasning lik den vi har sett i Afrika, Latin-Amerika og Asia i tidligere tiår: Kutt i offentlig sektor og privatisering av offentlige tjenester og infrastruktur. Dette er en politikk for sterk økonomisk nedgang, dramatiske arbeidsledighetstall og økt sosial nød.

## VEIER UT

Befolkningene i de mest kriserammede landene i Europa – Hellas, Spania, Portugal, Irland og Italia – bærer nå en gjeldsbyrde det ikke er mulig å betale tilbake. Massiv gjeldsslette må til for at disse landene skal komme seg ut av krisen – kreditorer, inkludert

# Vi er både en del av problemet, og vi kan være en del av løsninga – om vi endrer kurs.

Norge, må ta sin del av tapene. Norske myndigheter har slettet gjeld til utviklingsland for å kunne bidra til å bygge opp økonomier. Denne politikken må videreføres til å gjelde også i Europa.

Ren gjeldsslette er ikke nok, det må også politiske endringer til for å unngå nye kriser. En fungerende og progressiv skattepolitikk er nødvendig i de kriserammede landene. Når greske redere, og for den del norske som John Fredriksen, unngår skatt gjennom bruk av skatteparadis, så legger de grunnen for et system bare de selv tjener på. Attac vil skatteparadisene til livs. Dette må kombineres med progressiv skattlegging for reell omfordeling i samfunnet.

Det nyliberale svaret på krisen, kutt i offentlige budsjetter, rammer først og fremst vanlige folks tilgang til et felles velferdssystem, det bidrar ikke til økonomisk vekst. Norge har ført en motkonjunkturpolitikk med stor suksess, det samme må andre land i Europa få lov til. Det vil nok føre til kortsiktige tap for Oljefondet og norske banker. Dagens utlånspolitikk undergraver både velferdsstaten og økonomien hos våre handelspartnere. Oljefondet bør stille krav ved utlån, men det må være krav som gagnar landenes innbyggere, en politikk som leder ut av krisen.

Den krisen vi vitner i Europa i dag er en dyp krise som vil ha konsekvenser også for framtidlige generasjoner. Derfor må Norge ha en aktiv krisepolitikk, der vi tar ansvar for krisen, der vi bidrar og der vi slutter å tjene penger på andres ulykke.



Fra regjeringshold er det uttalt at vi har ikke noe ansvar for krisen, vi skal ikke bidra, og det anses ikke som problematisk at vi tjener penger på krisen.



## ORDLISTE

**Credit Default Swaps** er en type kredittderivat som fungerer som forsikring mot konkurs på gjeld, for eksempel gjeldsobligasjoner. Dersom obligasjonsutstederen (bedriften eller staten) går konkurs, får investoren opp til 100 % av investeringen sin tilbake fra tredjeparten som selger disse forsikringskontraktene. Det spesielle med disse kontraktene er at du ikke trenger å eie de underliggende gjeldsobligasjonene for å kjøpe forsikring mot disse. CDS-er gjør statsgjeldskriser vanskeligere å løse, da investorer ikke lenger har valget mellom å tilgi deler av gjelden eller risikere å miste hele investeringen ved en eventuell konkurs. Med CDS-forsikring vil investorer heller risikere konkurs enn å tilgi deler av gjelden.

**Motkonjunkturpolitikk** er å øke offentlig forbruk og investeringer i krisetider. Basert på økonomen Keynes' teorier om at økonomier kan gå inn i negative spiraler med redusert forbruk. Dersom etterspørselen svekkes i privat sektor må offentlig sektor kompensere ved å øke investeringer, starte offentlige byggeprosjekt, øke ytelser osv. Slik kan veksten i privat sektor dras i gang igjen. I motsatte konjunkturer tilsier denne teorien at offentlig sektor bør stramme inn i gode tider når privat sektor befinner seg i høy vekst.

**Restrukturering** er å rehandle gjeld, det vil si tilgi deler av gjeld, eller gi skyldneren lavere renter og/eller lengre tilbakebetalingstid.

**Statsobligasjon** er en obligasjon utstedt av en suveren stat. En investor kjøper obligasjonen (låner staten penger) som innebærer en avtale om tilbakebetaling etter en bestemt tid og til en gitt rente. De fleste stater utsteder kontinuerlig nye obligasjoner og tilbakebetaler gamle. Obligasjonene har gjerne løpetid på tre, fem eller ti år (men noen har lengre løpetid). Så lenge rentene landet må tilby på nye obligasjoner ikke er mye høyere enn rentene på gamle obligasjoner, skjer denne fornyingen uproblematisk.

**Strukturerte spareprodukter** (også kalt strukturerte gjeldsprodukter) er et finansprodukt basert på at en mengde lån (boliglån, billån, kredittkort osv) blir pakket sammen for så å bli inndelt i transjer etter risikonivå (derav navnet «strukturert»). Investorer kan kjøpe obligasjoner i disse transjene som gir avkastning etter hvor risikable de tros være. Denne prosessen gjør det mulig for bankene å låne ut mer penger, ettersom bankene videreselger lånene og ikke selv sitter på risikoen. Slike spareprodukter er derimot svært kompliserte og investorer vet sjelden hvilke type lån som ligger i bunn, slik tilfellet var med Terra-kommunene som tok store tap etter å ha investert i slike spareprodukter som viste seg å inneholde svært risikable subprimelån.

Se også Attacs ordliste for finanskrisen på [finansskatt.no/finansABC/](http://finansskatt.no/finansABC/)

## **PÅ DEN ANDRE SIDEN AV FINANSKRISEN – NORGE SOM KREDITOR**

Så langt har EU hatt over 20 krisemøter for å forsøke å løse krisen, men ingen løsning er i sikte. Streiker og demonstrasjoner i Sør-Europa er ikke lenger nyheter, og sosial nød i europeiske land fyller avisenes spalter slik vi tidligere har lest om sosial nød i den tredje verden. Fortellingene om og fra den pågående finanskrisen er mange. Vi hører om late og korrupte grekere, mens økonominyhetene domineres av eksperter fra de store bankene som analyserer finansmarkedenes reaksjoner på de siste utspillene. Massiv statsgjeld etter bankenes

redningspakker tvinger søreuropeiske land til å skjære velferdsstaten inn til beinet. Samtidig går Norge så det suser.

Finanskrisen er for nordmenn flest noe fjernt, og noe som ikke angår oss. Denne rapporten viser at også vi er involvert, men i motsetning til de søreuropeiske ungdommene som står i kø på arbeidsledighetskontoret, står vi på andre siden av krisen. Norge er en betydelig kreditor for landene som er rammet av gjeldskrisen. Den sosiale krisen må ses i sammenheng med at deres velferdsstat skylder Norge penger.

### **Bli medlem i Attac Norge**

Send ATTAC til 2030 eller gå til  
[www.attac.no/meld-deg-inn/](http://www.attac.no/meld-deg-inn/)