



Offentlig gjeld i Den europeiske valutaunionen

En empirisk analyse av utviklingen i gjeldsgrad for Belgia, Irland og Portugal

Therese Tollefsen og Hanne Ryen Smevold

Veileder: Rolf Jens Brunstad

Selvstendig arbeid – Master i finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I denne utredningen har vi tatt for oss den europeiske gjeldskrisen og sett dypere på gjeldsgradsutviklingen i Belgia, Irland og Portugal. For å kunne analysere gjeldsgradsutviklingen har vi innhentet sekundærdata og utformet analysen ved et deskriptivt design. Analysen har tatt utgangspunkt i et teoretisk rammeverk for gjeldsdynamikk og makroøkonomiske variabler som interagerer med gjeldsgraden. Som tre land i samme valutaunion, ser vi kort på landenes økonomiske historie, i tillegg til sentrale utviklingstrekk ved både EU og EMU, frem mot finanskrisen.

Det viser seg at finanskrisens raske inntog satt dype spor i europeiske økonomier, og fikk gjeldsgraden raskt til å øke. Belgias offentlige gjeld har holdt seg relativt stabilt målt mot BNP, mens Irlands og Portugals gjeldsgrad økte betydelig fra 2008. Belgia ble offer for både bank- budsjett og politisk krise. Den irske økonomien ble i løpet av 2000-tallet et vesentlig mer attraktivt sted for utenlandsinvesteringer, som endret eksportsektoren i landet fra hovedsakelig varer til tjenester. Senere ble Irland rammet av en omfattende boligboble etterfulgt av en bankkrise, som ble et vendepunkt i den irske økonomien. Portugal på sin side slet blant annet med dårlig vekslingskurs, da euroen ble innført, og tap av markedsandeler i eksportsektoren. Senere tapte Portugal tillit i finansmarkedene, som videre førte til høye lånekostnader.

På tross av betydelige negative endringer i økonomiene fra 2008, endret gjeldsgraden i Belgia seg moderat, sammenliknet med Irland og Portugal. Belgia førte en politikk med mål om å holde sysselsettingen stabil, mens dette var ikke tilfellet i Irland og Portugal, der arbeidsledigheten steg betydelig fra 2008. Både Irland og Portugal har måttet godta lån fra EU og IMF for å redde økonomien i landene, mens Belgia er ett av få land i Europa som ikke har måttet ty til hjelp fra Troikaen. Belgias og Irlands roller som skatteparadis har vært viktige for landenes inntekter, og særlig i Irland har dette fått store påvirkninger i deres BNP.

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Forfatterne har valgt finansiell økonomi som hovedprofil for studieretningen, og kurset Internasjonale finansmarkeder og finansiell stabilitet vekket stor interesse.

Gjennom arbeidet har vi brukt teori og kunnskap fra ulike fag innen finansiell økonomi. Motivasjonen bak utredningen har vært en personlig interesse for makroøkonomi og internasjonale finansmarkeder over lengre tid. Arbeidet med innhenting og strukturering av informasjon har vært omfattende og utfordrende, men også svært lærerikt.

Vi ønsker å takke vår veileder, Rolf Jens Brunstad, for gode tilbakemeldinger underveis i prosessen, og for engasjement og interesse rundt temaet i utredningen.

Norges Handelshøyskole

Bergen, desember 2017

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
INNHOLDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING	7
1.1 PROBLEMSTILLING	7
1.2 DEFINISJONER	8
1.3 AVGRENSNING	11
2. TEORI	12
2.1 UNDERSKUDD	12
2.1.1 <i>Finansiering av budsjettunderskudd</i>	13
2.1.2 <i>Gjeldsdynamikk</i>	14
2.1.3 <i>Alternativer for å redusere gjelden</i>	18
2.2 HVORDAN OPPSTÅR FINANSKRISE?.....	19
2.3 MAASTRICHT-KRITERIER OG VEKST- OG STABILITETSPAKTEN	20
2.3.1 <i>Hvem avgjør om budsjettkonvergenskriteriet blir møtt?</i>	21
2.4 NETTOGJELD	22
2.5 KRITIKK	23
3. METODE	25
3.1 VALG AV METODE	25
3.2 FORSKNINGSDESIGN	25
3.3 DATAINNSAMLING	26
4. ANALYSE AV TIDEN FØR DEN EUROPEISKE GJELDSKRISEN	27
4.1 ØKONOMISK HISTORIE.....	27

4.1.1	<i>Belgia</i>	27
4.1.2	<i>Irland</i>	28
4.1.3	<i>Portugal</i>	29
4.2	SENTRALE UTVIKLINGSTREKK I EU OG EMU	31
5.	ANALYSE AV TIDEN UNDER OG ETTER DEN EUROPEISKE GJELDSKRISEN....	33
5.1	BANK-, BUDSJETT-, OG POLITISK KRISE I BELGIA	33
5.1.1	<i>Nedgradering av kredittverdighet</i>	37
5.1.2	<i>Arbeidsmarkedet og skattepolitikk i Belgia</i>	38
5.1.3	<i>Boligmarkedet i Belgia</i>	40
5.1.4	<i>Brutto- og nettogjeld i Belgia</i>	41
5.2	BOLIGBOBLE OG BANKKRISE I IRLAND.....	42
5.2.1	<i>Direkte utenlandsinvesteringer</i>	46
5.2.2	<i>Irland som skatteparadis</i>	47
5.2.3	<i>BNP, BNI og BNI*</i>	48
5.3	PORTUGALS ØKENDE ARBEIDSLEDIGHET OG FLUKT FRA LANDET.....	50
5.3.1	<i>Pensjonsforpliktelser og nedgradering av kredittverdighet</i>	50
5.3.2	<i>Politisk ustabilitet i Portugal</i>	52
5.4	FASELINJER.....	53
5.5	HANDEL.....	57
5.6	DISKUSJON.....	62
5.7	FREMTIDSPROGNOSER OG VEIEN VIDERE.....	67
6.	KONKLUSJON	72
7.	LITTERATUR	74
8.	APPENDIKS	85
8.1	RENTEBEREGNINGER.....	85

8.2	OPPBYGGNING I OFFENTLIG SEKTOR.....	87
8.3	BRUTTO- OG NETTOGJELD	87

1. Innledning

Finanskrisen, som forløper for den europeiske gjeldskrisen, var egentlig en gjeldskrise i privat sektor, men ble forsøkt løst ved å stifte gjeld i offentlig sektor. Soliditet var en mangelvare, og bankene gikk på vesentlige tap i blant annet eiendomsbransjen. Bankene måtte til slutt reddes av staten, da problemer med tilstrekkelig likviditet oppsto. Siden finanskrisen, og den europeiske gjeldskrisen oppsto, har offentlig gjeld vært et mye omtalt tema, både i Norge og resten av verden. Overskrifter om de kritiske tilstandene til mange land i Europa har florerert i sosiale medier det siste tiåret.

I forelesning om Internasjonale finansmarkeder og finansiell stabilitet ble vi, i siste del av kurset, introdusert for den europeiske gjeldskrisen som viet stor oppmerksomhet til PIIGS-landene.¹ I den europeiske gjeldskrisen ble PIIGS-landene rammet av store budsjettunderskudd og økende arbeidsledighet, som økte gjeldsgraden til landene betydelig i løpet av få år. Belgia ble ikke viet så mye oppmerksomhet, til tross for at den føderale statens gjeldsgrad var betydelig høyere enn både gjeldsgraden til Irland og Portugal, ved inngangen til finanskrisen.

Dette tilsa at det kunne foreligge økonomiske og politiske forskjeller mellom landene, som videre har hatt betydning for finanskrisens effekt på det europeiske markedet, og dermed landenes økonomi. Forskjellene kan også ha spilt inn på hvorvidt hvert land var i stand til å håndtere økende gjeldsgrad i årene fremover. Det var dermed interessant å utpeke underliggende forskjeller hos landene, for å identifisere kritiske faktorer, som hadde betydning i møte med den europeiske gjeldskrisen og årene som fulgte.

1.1 Problemstilling

I denne utredningen har vi formulert problemstillinger med bakgrunn i vår personlige interesse for den europeiske gjeldskrisen og utviklingen i gjeldsgrad i Belgia, Irland og

¹ John Dizard var mannen som først la merke til økende gjeld blant EU-landene: Portugal, Italia, Irland, Hellas og Spania og lanserte betegnelsen PIIGS landene. (FT, 1.7.08)

Portugal. For å få en dypere forståelse og innsikt i hvorfor og hvordan Belgia kunne ha relativt høy gjeldsgrad, og likevel ikke bli like hardt rammet som Irland og Portugal, har vi formulert følgende problemstillinger:

Hovedproblemstilling:

Hvilke hendelser har påvirket landenes gjeldsgrad i tiden før, under og etter finanskrisen, og hvorvidt har den økonomiske politikken i landene hatt betydning?

Underproblemstillinger:

I hvilken grad har internasjonal handel, etter at Kina kom inn i det europeiske markedet og etter innføringen av euro, hatt betydning for landenes økonomi?

Hvorvidt har landene holdt seg innenfor budsjettkonvergenskriteriet, som omhandler gjeldsgrad, i Maastricht-traktaten?

1.2 Definisjoner

I dette kapittelet presenterer vi flere definisjoner, som vi etterhvert tar i bruk i utredningen. Det engelske språket viser seg å være “rikere” enn det norske, som kan føre til oppstandelse av upresise fortolkninger. Dette har vi erfart fra blant annet publikasjoner i offentlige medier. Eksistensen av ulike statistiske institusjoner, og deres bruk av forskjellige definisjoner, gjør at det til tider er vanskelig å oversette presist fra engelsk til norsk.

Offentlig gjeld fremkommer fra offentlig sektor. Offentlig sektor deles i flere delnivåer; lokalt, statlig og nasjonalt. Antall delnivåer bestemmes ofte av hvordan den politiske makten i landet er fordelt. Hvis et land ikke er en føderal stat, vil statlig og nasjonalt nivå tilsvare ett nivå. I tilfeller hvor land har alle delnivå, er gjeld stiftet hos lokale, statlige og nasjonale myndigheter, i tillegg til et pensjons- og trygdefond.² Komponentene til offentlig

² Det er ikke gitt at pensjon- og trygdefond skal være en egen subsektor. Pensjon- og trygdefond kan like gjerne være integrert i de andre subsektorene, som er tilfellet i Irland og Norge.

gjeld deles inn i intern og ekstern gjeld. For en føderal stat vil intern gjeld stiftes av lokale og statlige myndigheter, og ekstern gjeld stiftes av nasjonale myndigheter.

Videre kan vi eksemplifisere hva som menes med offentlig gjeld ved å vise til strukturen vi har i Norge. Den offentlige sektoren har to nivåer med utestående gjeld; statssektoren, som tilsvarer nasjonalt nivå, og fylkeskommune- og primærkommunesektoren, som tilsvarer lokalt nivå. Norges offentlig gjeld utgjør derfor summen av den konsoliderte³ gjelden i både statssektoren og fylkeskommune- og primærkommunesektoren. Under statssektoren finner vi ekstern gjeld som blir definert av Reinhart og Rogoff (2009), som statens totale gjeldsforpliktelser til utenlandske kreditorer, både offentlig og privat. I fylkeskommune- og primærkommunesektoren finner vi intern gjeld som viser gjeld til enkeltpersoner, bedrifter, eller finansinstitusjoner i landet.

Med bakgrunn i dette kan vi utlede to definisjoner av total offentlig gjeld med samme betydning:

- 1) Den konsoliderte gjelden i offentlig sektor, og
- 2) Ekstern og intern gjeld i offentlig sektor.

Hva gjenspeiler offentlig gjeld og ekstern gjeld i det engelske språket?

Dersom man snakker om offentlig gjeld brukes uttrykket “General Government Debt” og i noen tilfeller “National debt”. I disse begrepene finner vi den konsoliderte gjelden fra følgende fire nivåer: central government, state government, local government og social security funds. Det er kun Belgia, av våre tre utvalgte land, som har state government⁴ og det er kun Irland (og Norge) som ikke skiller ut social security funds som en egen subsektor. For Belgia og Portugal er social security funds integrert i central government. Figur av oppbyggingen i offentlig sektor finnes i appendiks.

³ Med konsolidering mener man å ekskludere den gjelden som foreligger mellom subsektorer under offentlig sektor.

⁴ Se definisjon for føderal statsgjeld

På engelsk brukes også begrepet sovereign debt, som utgjør den eksterne delen av total offentlig gjeld. Ekstern og intern gjeld utgjør tilsammen national debt.

Offentlig bruttogjeld defineres både i Maastricht-traktaten og i SNA 08.⁵ I Maastricht-traktaten defineres offentlig gjeld som total brutto utestående gjeld i nominell (pålydende) verdi ved utgangen av året, målt på konsolidert basis.⁶ Maastrichts definisjon er ifølge OECD et bedre mål på offentlig gjeld enn SNA 08 sin definisjon, fordi den uttrykker statens behov for refinansiering. I tillegg har gjeldsnivået vist seg å være mindre volatil ved bruk av denne definisjonen (OECD, FAQ).

Verdsettelsesmetoden i SNA 08 skiller seg fra Maastricht ved at den tar utgangspunkt i markedsverdier.⁷ og derav kan fange opp kostnadene ved å kjøpe tilbake gjeld mer nøyaktig enn Maastricht.

Offentlig netto gjeld defineres som offentlig brutto gjeld fratrukket finansielle eiendeler. Offentlig netto gjeld kan derfor indikere hvor mye et land skylder, etter å ha likvidert sine eiendeler, og brukt disse til å nedbetale utestående brutto gjeld. I denne utredningen henvises det alltid til brutto gjeld, som ofte uttrykkes som andel av BNP, med mindre annet blir spesifisert.

*Føderal offentlig gjeld*⁸ viser til gjelden på føderalt nivå⁹ i de landene som er føderale stater. Av våre tre land er det kun Belgia som er en føderal stat.¹⁰

⁵ Internasjonal statistikkstandard: System of National Accounts 2008

⁶ Ved bruk av Maastricht definisjonen refereres offentlig gjeld ofte til som Maastricht-debt.

⁷ Maastricht gjeld verdsetter gjeld til pålydende verdi, mens SNA 2008 hensyntar markedsverdi av gjelden.

⁸ Federal Government Debt på engelsk

⁹ Tilsvarende nasjonalt nivå i Norge.

¹⁰ Kalles også forbundsstat.

Statistiske databaser, der vi har hentet våre tall, bruker ulike definisjoner på offentlig gjeld, og små avvik kan derfor forekomme.¹¹ For enkelthetens skyld vil vi sett bort ifra dette i utredningen.

1.3 Avgrensning

Vi antar at leseren av denne oppgaven er kjent med begreper brukt innenfor EU og EMU, og utdyper derfor ikke disse. For å avgrense utredningen presenterer vi kun de kravene i Maastricht-traktaten som er relevante for oppgaven. Med hensyn til forskjellig økonomisk historie i landene og graden av relevans for oppgaven, har vi tatt for oss en lengre periode for Belgia, enn Irland og Portugal i kapittel 4.1. Da det finnes utallige makroøkonomiske variabler for å måle en økonomi, avgrenser vi til de vi mener fremstår som mest relevante for å svare presist på problemstillingen. Variablene vil derfor omtales i ulik grad i de forskjellige landene.

¹¹ OECD-data er basert på SNA08, mens IMF bruker en annen definisjon på gjeld fra GFSM 2001 (Government Finance Statistics Manual). Hovedforskjellen mellom disse gjeldsdefinisjonene omhandler pensjonsforpliktelser, der GFSM har inkludert disse, mens SNA08 ikke har det.

2. Teori

I teoridelen tar vi utgangspunkt i et kjent, teoretisk rammeverk for gjeldsdynamikk. Det grunnleggende i rammeverket gjengis i dette kapittelet, men er dypere forklart i for eksempel Manfred Gärtner (2013, s.404-420). Teorien forklarer hvordan et land kan pådra seg gjeld, men også hvilke alternativer landet har til rådighet for å redusere gjelden. Deretter legger vi frem kjente faser, som en økonomi ofte går gjennom, i oppbyggingen til en finanskrise. Vi presenterer videre budsjettkonvergenzkriteriet i Maastricht-traktaten. Avslutningsvis forklarer vi hvorfor brutto-og nettogjeld burde hensyntas som to komplementære tall, og legger til slutt frem kritiserende synspunkt på teorien vi har presentert.

2.1 Underskudd

Underskudd kan oppstå i både budsjettbalanse og/eller primærbalansen. Vi tar først for oss budsjettbalansen som kan uttrykkes i nominelle verdier ved:

$$PT = (G + iB)P \quad (\text{Ligning 1})$$

P uttrykker prisindeks, og antas for enkelthetens skyld i denne utredningen å være konstant lik 1. Utgiftspostene til en stat deles opp i to, hvor den ene uttrykkes ved bokstaven G, og den andre ved iB . G viser netto offentlig kjøp av varer og tjenester, inkludert trygde-og pensjonsutgifter. Med andre ord vil G inkludere alle kostnader til drift av offentlig sektor inklusiv kapitalslit på offentlige eiendeler og offentlig nettorealinvestering.¹² iB består av rentekostnader, der i er nominell rente og B er offentlig nettogjeld i nominell verdi.¹³

T beskriver offentlige nettoinntekter fra alle offentlige skatter og avgifter, i tillegg til overskudd fra offentlige selskaper, fratrukket offentlige subsidier, stønader og trygdeutbetalinger. Dette uttrykkes ved:

$$T = \tau Y - TR,$$

¹² Netto realinvestering viser endringen i beholdning av realkapital fratrukket kapitalslit.

¹³ Siden vi her snakker om nettogjeld kommer nominell avkastning på offentlig finansformue til fradrag.

der τY er offentlige skatter og avgifter i tillegg til overskudd fra offentlige selskaper og TR er offentlige subsidier, stønader og trygdeutbetalinger. Vi ser av ligning 1 at budsjettunderskudd er en konsekvens av at landet har høyere kostnader enn inntekter, og kan da utlede budsjettunderskuddet slik:

$$G + iB > T.$$

Primærbalansen skiller seg fra budsjettbalansen ved å ekskludere rentekostnadene, og man sitter da igjen med et primærunderskudd uttrykt ved:

$$G - T > 0. \quad (\text{Ulikhet 1})$$

Grunnen til at man ønsker i noen tilfeller å ekskludere rentekostnadene er fordi rentekostnadene kan være gitt av tidligere beslutninger og finansmarkedene. Primærbalansen bestemmes av inneværende regjering.

2.1.1 Finansiering av budsjettunderskudd

Når staten går med budsjettunderskudd hentes ofte finansiering fra enten privat sektor, sentralbanken eller utenlandske aktører ved å selge offentlige obligasjoner. Vi kan sette opp følgende sammenheng mellom budsjettunderskudd og finansiering:

$$G - T + iB = \Delta M0 + \Delta B, \quad (\text{Ligning 2})$$

hvor $\Delta M0$ er offentlige obligasjoner solgt til sentralbanken, og ΔB er offentlige obligasjoner solgt til privat sektor og utlandet. I den forbindelse er det verdt å nevne at offentlige obligasjoner holdt av sentralbanken, ikke regnes som offentlig gjeld, slik at sammenhengen mellom budsjettunderskudd og offentlig gjeld kan utledes slik:

$$\Delta B = P(G - T) + iB - \Delta M0.$$

Å utstede statsobligasjoner, eller andre former for gjeldsopptak, er ett av tre alternativer et land står ovenfor for å finansiere budsjettunderskudd. Gjeldsopptak vil skape en endring i B, og pengemengden antas da å være konstant ($\Delta M=0$). Dette tilsier at budsjettbetingelsen vil se slik ut:

$$T + \Delta B = G + iB. \quad (\text{Ligning 3})$$

Alternativ to er å trykke penger. Sentralbanken i det respektive landet kan trykke mer penger for å betale for varer, tjenester og renter på utestående gjeld. Hvis staten skaffer seg penger på denne måten, blir dette kalt seigniorage. Gjelden vil da holde seg uforandret, $\Delta B = 0$, mens endring i pengemengde vil øke, $\Delta M > 0$. Ulempen med pengetrykking kommer i form av økt inflasjon, og kontanter vil bli mindre verdt. For stater tilhørende den europeiske monetære union (EMU) utelukkes denne form for finansiering.¹⁴ Alternativt kan den Europeiske sentralbanken (ESB) utstede statsobligasjoner for å bistå EMU-landene med å finansiere underskudd. Denne typen finansiering vil ikke ha innvirkning på offentlig gjeld, B .

Det siste alternativet er å selge offentlige eiendeler. Dette vil være en offentlig desinvestering og redusere G . Typiske eksempler på hva som blir solgt er jernbane- og flyselskaper.

Som et resultat av det vi nå har forklart, kan budsjettunderskudd enten øke offentlig netto gjeld, eller redusere offentlig netto finansformue.

2.1.2 Gjeldsdynamikk

Videre vil vi ta utgangspunkt i sammenhengen mellom budsjettunderskudd og offentlig gjeld, for å se på hvordan gjeldsgraden vil endre seg i ulike scenarier.

For å kunne sammenlikne land av ulik størrelse, måles variablene som andel av BNP. Før vi tar fatt på utredningen til gjeldsgradsligningen, definerer vi ytterligere notasjon, utover det som tidligere er forklart:

$$Y = \text{BNP}$$

$$b = \text{gjeldsgrad: } B/PY$$

$$\pi = \text{inflasjonsrate: } \Delta P/P$$

$$y = \text{realvekst i BNP: } \Delta Y/Y$$

¹⁴ I en union med felles sentralbank og valuta, vil økt basispengemengde forstyrre prisstabiliteten.

t = skatteinntekter som andel av BNP: T/Y

g = offentlige utgifter som andel av BNP: G/Y

m = monetær basis som andel av BNP: $M0/PY$

μ = pengemengdens vekstrate: $\Delta M0/M0 (= \Delta M/M)$

$$\mu m = \Delta M0/PY = \Delta M0/M0 * M0/PY$$

Vi kan nå utlede endring i gjeldsgrad slik:

$$\begin{aligned} \Delta b/b &\approx \Delta B/B - (\Delta P/P + \Delta Y/Y) \\ &= P(G-T+iB) - \Delta M0/B - (\Delta P/P + \Delta Y/Y) \\ &= P(G-T+iB) - \Delta M0/bPY - (\pi+y) \\ &= (g-t)b+i - \Delta M0/bPY - (\pi+y) \\ &= (g-t)b+i - \mu m/b - (\pi+y) \end{aligned}$$

Vi får altså:

$$\Delta b/b \approx (g-t-\mu m)b+i-(\pi+y)$$

Ganger vi gjennom med b , får vi den såkalte fase-ligningen:

$\Delta b \approx g-t-\mu m-(y-[i-\pi])b$, hvor $i - \pi$ kan skrives som realrente, r , og får dermed:

$$\Delta b \approx g-t - \mu m - (y-r)b \quad \text{(Ligning 4)}$$

Setter vi endring i gjeldsgrad lik null, $\Delta b=0$ kan gjeldsgradslikevekten utledes slik:

$$b^* = \frac{g-t-\mu m}{y-r}$$

Det er viktig å påpeke at faseligningen er en tilnærming, og ikke en eksakt sammenheng. Med andre ord, egner sammenhengen seg mindre godt når det foreligger store svingninger i variablene innenfor en gitt periode.

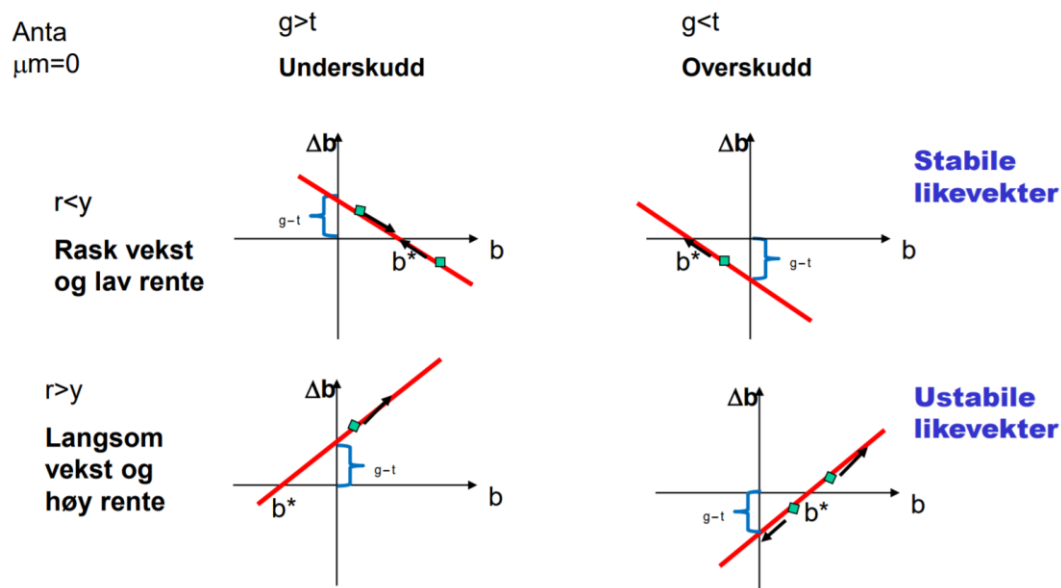
Videre ser vi på hvordan vi kan modellere faselinjer. Nedenfor presenteres totalt fire ulike scenarioer, som kan beskrive et lands gjeldsdynamikk for en gitt periode. Hvilket scenario et land befinner seg i, vil avhenge av om landet har overskudd, eller underskudd på sin primærbalanse, og om landet har høy eller lav økonomisk vekst.

I Manfred Gärtner sin bok blir scenarioene fremstilt slik:

	$g > t$ Primærunderskudd	$g < t$ Primæroverskudd
$r < y$ Høy vekst	Scenario A	Scenario B
$r > y$ Lav vekst	Scenario C	Scenario D

Figur 1: Scenarier for faselinjer

De fire scenariene reflekteres gjennom faselinjer i diagrammene under. I de to øverste scenariene, der veksten er større enn realrenta, er likevekten stabil. I det lange løp vil veksten i skatteinntektene øke raskere enn veksten på gjeldsgrad, og dermed vil gjeldsgraden på lang sikt konvergere mot null. Konstantleddet til grafene er primærbalansen, og helningen er forholdet mellom realvekst og realrente. Der faselinjene krysser x-aksen, finner vi gjeldsgradslikevekten, b^* .



Figur 2: Illustrasjon av faselinjer for de ulike scenariene

Kilde: Tilsvarende figur 14.3 i Gärtner 4. utg. s.410

- I scenario A er konstantleddet positivt, $g > t$, grunnet underskudd på primærbalansen. Økonomisk vekst er i dette tilfellet høyere enn realrenten. Landet har positiv gjeld i dette tilfellet, som vil si at de skylder penger.
- Scenario B skiller seg fra A, ved at landet har et primæroverskudd istedenfor et primærunderskudd. Landet er da en kreditor i likevekt, og b^* befinner seg til venstre for y-aksen. Denne likevekten er stabil, fordi økonomisk vekst er større enn realrenten.
- I scenario C, nederst til venstre har vi, som i scenario A, også et primærunderskudd. Her er likevekten ustabil, på grunn av langsom vekst og høy rente, som fører til at helningen på faselinjen går i motsatt retning enn tidligere. I dette tilfellet er landet en kreditor i likevekt. Grunnet langsom vekst og høy rente, er denne likevekten følsom for endringer i gjeldsgrad.
- Scenario D, nede til høyre, indikerer også at realrenten er større enn økonomisk vekst. Forskjellen fra forrige scenario er at staten har et primæroverskudd, og

krysningen med y-aksen skjer da under x-aksen. Faselinjen indikerer en ustabil likevekt, og landet vil i dette scenariet være en debitor.

Hva gjelder helningen på faselinjene, indikerer svak helning at forskjellen mellom realrenten og den realøkonomiske veksten er liten. Det er da hovedsakelig primærbalansen som bestemmer utviklingen i gjeldsgrad. Primærunderskudd vil gi høyere gjeldsgrad.

Hvis et land havner i en ustabil situasjon, altså med $r > y$, er det kun én mulighet for å klare å unngå gjeldsøkning. Det er å snu primærunderskudd til primæroverskudd. En hake ved dette, er at både realrente og økonomisk vekst blir påvirket av primærbalansen på kort sikt.

Oppsummert kan man ut ifra teorien akkumulere gjeld i all evighet ved primærunderskudd, uten å øke gjeldsgraden, dersom den økonomiske veksten er høyere enn realrenten, og gjeldsgradslikevekten ikke er for høy.

2.1.3 Alternativer for å redusere gjelden

For å redusere gjelden, en negativ b , kan man ut ifra faseligningen endre på én, eller flere av leddene. Det første man kan gjøre, er å redusere underskuddsgraden. Da kan man enten øke skattene, eller redusere kostnadene gitt at realrente og inflasjon holdes konstant. Dette kalles “austerity” og oversettes til kontraktiv politikk, eller bedre kjent som innstrammingspolitikk. Videre kan man påvirke pengemengden, som vi konstaterte ikke vil gjelde for land med samarbeid om en felles pengepolitikk.

Alternativ tre er å påvirke den nominelle BNP vekstraten. Her kan man enten benytte seg av en korttidsløsning; øke inflasjonen som vil erodere realverdien av gjelden, eller en langtidsløsning; utforme reformer som skal forbedre arbeidsmarkedet, pensjon og konkurranseevnen til landet.

I tillegg til alternativene som allerede er nevnt, finnes det fire måter å reorganisere gjelden på: tilgivelse, restrukturering, konvertering, og kausjon (Shepherd og Kitili, 2006, s.3). Tilgivelse innebærer at debitor får kansellert hele, eller deler av sin gjeldsforpliktelse gjennom

avtale med kreditor. Restrukturering går ut på å forhandle seg frem til bedre betingelser enn hva man fikk på tidligere lån, og betale ned gammelt lån med nytt lån. Dette forutsetter at finansmarkedet ikke oppfatter den nåværende gjeldsgraden til landet som problematisk. Hvis dette er tilfellet, kan landet få problemer med å fornye gjelden sin ved forfall, og kan i verste fall bli utsatt for nedgradering av kredittvurderingsbyråer. Konvertering vil si at kreditor utveksler verdien på gjelden mot noe annet av tilsvarende økonomisk verdi hos debitor, for eksempel aksjeandeler. Til slutt har vi kausjon som skjer i form av at en tredjepart garanterer for debtors gjeld.

2.2 Hvordan oppstår finanskrise?

For å kunne se mønster og sammenhenger mellom hvert enkelt lands vei mot finanskriser, presenteres her et par teorier. Den første teorien er hentet fra Ola Grytten, professor ved NHH, som refererer fra Kindleberger og Aliber (2005, s.22-25):

Fase 1: Mani. Lån blir rimelige, fordi renten er lav. Bedrifter og privatpersoner tar derfor opp store lån. Pengene brukes til forbruk og investeringer, inntil det ikke finnes flere lønnsomme investeringsmuligheter. Man begynner deretter å spekulere, både på børsen og i eiendom. Etterspørselen i denne fasen øker raskt, som fører til kraftig prisoppgang.

Fase 2: Panikk. Frykt for at priser er blitt for høye oppstår, og folk ønsker å selge sine eiendeler. Man er redd for å tape penger, og ønsker å selge seg raskest mulig ut. På dette tidspunktet vil mange selge og få vil kjøpe, som fører til at prisene faller raskt.

Fase 3: Krakk. Mange taper penger, fordi de har lånt penger til spekulasjon. Privatpersoner og bedrifter klarer ikke å overholde sine låneforpliktelser, og går konkurs. Når bankene ikke får pengene sine tilbake, har de ikke lenger penger å låne ut til næringslivet. Dette gjør at økonomien stopper opp.

“Det skal jo først sies at alle finanskriser er forskjellige fra hverandre, men oppbygningen kjennetegnes ofte av disse tre fasene”, sier professor Ola Grytten.

Gjennom et forskningsprosjekt kalt *Coordinating for Cohesion in the Public Sector of the Future (COCOPS)*¹⁵ viser Troupin mfl. (2013, s.3-4) tre faser til krise som ofte kommer før en eventuell global finanskriser. Den første fasen gjenkjennes som en bankkrise, hvor staten garanterer for innskudd ved mangel på likviditet. Den andre fasen omhandler økonomisk krise, som er beskrevet ved drastisk fall i BNP og sysselsetting. Den tredje fasen, budsjettkrise, kjennetegnes ved overdrevne budsjettunderskudd hvor staten responderer med budsjettkutt.

Før en resesjon er et faktum, har ofte verdien på finansielle institusjoner og eiendeler økt over en lengre periode, og den økonomiske verdien er med stor sannsynlighet overvurdert. Rentene er ofte lave, og kriteriene for å låne penger er færre. Nedgangstider starter ofte med at noen innser at deres verdier er overvurdert, og begynner å selge. Dette gjør at verdien av finansielle institusjoner og eiendeler synker raskt. Dette kan for eksempel være boligpriser. Når verdien synker, ønsker man å kvitte seg med eiendelene, før de synker enda mer. Investor begynner dermed å selge i store kvantum. Dette påvirker BNP og realinntekt negativt. På grunn av lavere etterspørsel i markedet, og svakere omsetning, kutter bedrifter lønninger og sier opp ansatte. Økt arbeidsledighet fører til at folk kutter konsum og investeringer, som fører til at den økonomiske veksten avtar ytterligere, og inflasjonen faller. Fortsetter nedgangsperioden, på grunn av lav etterspørsel, kan dette igjen føre til konkurser, som igjen kan forårsake ytterligere resesjon. På grunn av økt vanskelighet med å skaffe seg arbeid, viser konsumenter tendenser til å spare penger, og sentralbanker strammer inn på pengetilbudet. Investorer på sin side, flykter fra investeringer med høy risiko, til mindre risikofylte investeringer.

2.3 Maastricht-kriterier og Vekst- og stabilitetspakten

For å analysere gjeldssituasjonen i EMU-landene, er det to, av totalt fem kriterier i Maastricht-traktaten,¹⁶ som anvendes i denne oppgaven. Maastricht-traktaten ble utformet av

¹⁵ Et forskningsprosjekt finansiert av Europakommisjonen stiftet for å analysere effekten reformer, som innebærer nye ledelsesstiler i offentlige sektor, har på Europeiske land.

¹⁶ Inngått i 1992 mellom medlemslandene i det daværende EF. Gjeldende fra 1993. Inneholdt enighet om en politisk union, samt en økonomisk og monetær union.

representanter fra de tolv medlemslandene i EU, som da ble kalt Det europeiske fellesskap (EF). Kriteriene er knyttet til budsjettkonvergens, og stiller krav til følgende:

1. Budsjettunderskuddet skal ikke være mer enn 3 % av BNP, dvs $g - t + ib < 3 \%$.
2. Brutto gjeld skal ikke overskride 60 % av BNP, dvs $b < 60 \%$.¹⁷

Intensjonen bak implementeringen av Maastricht-kriteriene, var å begrense budsjettunderskuddene, som hadde floreret i flere av EU-landene siden 1970. En annen grunn var å stenge svake økonomier ute av EMU. Kravene skal reflektere et bærekraftig nivå, men tillater rom for skjønnsmessige vurderinger. Er gjeldsgraden over 60 %, anses kravet for å være oppfylt, dersom gjeldsgraden har vist betraktelig bedring den siste tiden, og ser ut til å nå 60 % innenfor et rimelig tidsrom. For budsjettunderskudd på mer enn 3 % av BNP, må underskuddet ha sunket betraktelig på en kontinuerlig basis de siste årene. Hvis det er kun unntaksvis, eller midlertidig, at budsjettunderskuddet er på mer enn 3 %, kan kriteriet likevel anses for å være oppfylt.

I 1997 gikk EU-medlemslandene sammen om å utforme et rammeverk, for å håndheve kriteriene og sørge for bedre overvåkning blant budsjettpolitikken. Rammeverket ble kalt Stabilitets- og vekstpakten, og tar for seg regler som skal virke forebyggende, men også hvordan man skal gå frem, for å oppfylle kriteriene, dersom man allerede har havnet utenfor.

2.3.1 Hvem avgjør om budsjettkonvergenskriteriet blir møtt?

I traktaten er det bestemt at EU-kommisjonen og den Europeiske Sentralbank skal vurdere fremgangen til både nåværende medlemmer og kandidatlandene i unionen minst én gang hvert andre år. I henhold til bestemmelsen, blir gjeldsgraden ansett for å nå kravet innen rimelig tid, dersom differansen mellom nåværende gjeldsgrad og referanseverdien på 60 %

¹⁷ Kravet om 60 % reflekterer gjennomsnittlig gjeldsgrad til de tolv medlemslandene på det tidspunktet Maastricht-traktaten ble utformet (Afxentiou, 2000, s.249).

reduseres med $1/20$ gjennomsnittlig over en treårsperiode. Med denne spesifikasjonen tar gjeldskravet sikte på å forsikre seg om at land med større gjeldsgrad tar større skritt for å returnere til en tryggere gjeldsposisjon. Hvorvidt landene har brutt gjeldskravet blir vurdert i Stabilitets- og vekstpakten etter tre konfigurasjoner (EU, 5.07.16). Den første konfigurasjonen er bakoverskuende, og ser på de tre siste årene. Den andre er fremoverskuende, og ser på de to kommende årene. Den siste justerer for innflytelse fra den økonomiske syklusen. Hvis landene ikke oppfyller kriteriene blir det satt i gang “Excessive Deficit Procedure” (EDP). Dette er en prosedyre som tar for seg hvordan landene, under observasjon av Europakommisjonen/Europarådet, skal gå frem for å redusere underskuddet og gjeldsgraden.

2.4 Nettogjeld

I starten av oppgaven definerte vi nettogjeld lik bruttogjeld fratrukket finansielle eiendeler. Finansielle eiendeler er alle verdier som raskt kan gjøres om til kontanter, for å nedbetale utestående gjeld. Eksempler på likvide finansielle eiendeler er kontanter, bankinnskudd, børsnoterte aksjer og obligasjoner. Dersom informasjon om slike finansielle eiendeler er offentlig kjent, mener IMF at det er bedre å betrakte netto gjeld, fremfor brutto, for å måle gjeldsgraden til et land. Med utgangspunkt i Maastricht-kriteriet ser man kun på gjelden målt i brutto ut ifra BNP, og tar dermed ikke hensyn til de finansielle eiendelene til et land. I disse tilfeller utelates vurderinger av gjeldens betjeningsevne, som er vel så viktig som gjeldens størrelse. Land som har en betydelig andel likvide midler i sin aktivaportefølje, vil følgelig ha bedre evne til å betjene et større lån. I henhold til IMF bør man vurdere brutto- og nettogjeld som komplementære måltall, da måltallene vil utfylle hverandre, og gi et helhetlig bilde i evalueringen av et lands finansielle ståsted. I Norge er tilfellet at vi låner millioner på bok, og derav har positiv brutto gjeld. Allikevel sies vi å være i en netto fordringsposisjon, da våre finansielle eiendeler overgår utestående brutto gjeld.

Det har inntil nylig vært begrenset tilgang til data på nettogjeld, særlig for fremvoksende økonomier. Det har derfor ikke vært mulig å kvantifisere netto gjeld (Hadzi-Vaskov og Ricci, 2016). Når det er sagt, er brutto gjeld uansett et viktig måltall, da det gir en indikasjon på hvor mye som må tilbakebetales på et fremtidig tidspunkt. I visse tilfeller kan det likevel være uheldig å se på bruttogjeld, dersom nettogjeld er betydelig lavere. Bruttogjeld kan fremstå som misvisende, dersom det er snakk om en betydelig andel likvide eiendeler,

hvor eiendelene ikke er bundet opp i fremtidige avsetninger, som for eksempel offentlige pensjonsfond. En begrunnelse for å hensynta bruttogjeld, og ikke nettogjeld, i disse sammenhengene, er bindingen mellom fondsformuen og trygdeytelsen (som inngår negativt i t i budsjettbalansen). Dersom fondet likvideres, eller reduseres, vil en mindre andel av trygdeytelsen dekkes av avkastningen fra fondet. Da vil enten t måtte reduseres, for at trygdeytelsen skal holdes konstant, eller trygdeytelsen reduseres for at t skal være uforandret. Dette vil si at selv om det er en betydelig forskjell mellom brutto- og nettogjeld, kan likevel ikke differansen mellom dem brukes til å nedbetale gjeld, da disse er bundet opp.

2.5 Kritikk

I løpet av årene er det flere som har kritisert budsjettkonvergenskriteriet i Maastricht-traktaten. Allerede i 1993 ga tre økonomiprofessorer, ut artikkelen “Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht” og sa i deres konklusjon (Buiter mfl., 1993):

“We have argued that the fiscal convergence criteria designed to eliminate or prevent 'excessive deficits' are badly motivated, poorly designed and apt to lead to unnecessary hardship if pursued mechanically. The debt criterion especially would cause avoidable pain. There is no case for restricting the debt-GDP ratio to lie below any specific numerical value”

I 1996 uttalte en annen professor i økonomi, Paul De Grauwe (Referert til i McKinnin, 1991, s.228) at Maastricht-kriteriene var unødvendige. Han begrunnet dette med at så fort Europeiske regjeringer mister kontroll over deres egen sentralbank, ville kapitalmarkedene selv tvinge staten til å trekke seg tilbake. Han mente derfor det var unødvendig med regler som omhandlet dette.

En mer kjent kritikk av budsjettkonvergenskriteriet er fra artikkelen “The real effects of debt” (Cecchetti mfl., 2011, s.1). De mener at gjeldsgraden til landene i EMU ikke burde ha 60 % som et krav, men snarere 85 %. De finner i sin rapport at gjeld er negativt for vekst på statlig plan, men først når den når 85 %. De mener også at stater burde sikte mot å holde

gjelden godt under anslått grenseverdi, slik at selv ekstraordinære tilfeller ikke vil gjøre at gjeldsgraden overstiger 85 %, og dermed blir ødeleggende for veksten i landet.

Det har også oppstått kritikk mot bruk av innstrammingspolitikk som et alternativ for å redusere gjeld. Buttonwood kritiserer denne politikken for å virke mot sin hensikt (The Economist, 20.05.15). Det argumenteres for at underskuddet kan øke i en tid der økonomien er svak, og dermed forverre gjeldssituasjonen ytterligere, ved bruk av innstrammingspolitikk. Dette er grunnet reduksjonen i BNP som ofte medfølger, og igjen kan føre til synkende skatteinntekter og økende forbruk. Empirisk forskning har vist at både realvekst og inflasjon blir påvirket av innstrammingspolitikk på kort sikt. En annen negativ virkning av innstrammingspolitikk, kan være i tilfeller hvor enkelte sektors forbruk vil øke. Et eksempel kan være økte trygdeutbetalinger, i den grad arbeidsledigheten øker i nedgangsperioder.

3. Metode

Metode er en fremgangsmåte for innsamling og behandling av ulike typer data. Metoden man velger bør skje sammen med utforming av problemstillingen, for å oppnå mest mulig vellykket forskning, sett i forhold til hvilke data som er tilgjengelige.

3.1 Valg av metode

I denne utredningen har vi kartlagt makroøkonomiske faktorer, som har hatt virkning på gjeldsgraden til de tre landene; Belgia, Irland og Portugal. Hensikten bak vår empiriske undersøkelse, var å dypdykke etter underliggende årsaker, og blant annet finne ut av i hvilken grad faktorene bidro til, enten en forverring eller forbedring, av de respektive landenes gjeldsposisjon før, under og etter finanskrisen.

Valg av metode og nærmere formulering av problemstillinger har blitt utarbeidet parallelt med oppgavens fremgang, ettersom vi fikk mer og mer overblikk over hvilke data som var tilgjengelige. For å svare på problemstillingene forutsetter det at man har satt seg inn i landenes økonomiske bakgrunn. Et slikt arbeid egner seg best gjennom en kvantitativ tilnærming, der vi tar utgangspunkt i statistikk og eksisterende litteratur. Derfor er analysen i utredningen i stor grad preget av data fra statistiske databaser og internasjonale forskningsartikler.

3.2 Forskningsdesign

Forskningsdesign er et rammeverk for datainnsamling og analyse, som viser plan og prioriteringer for forskningsprosessen (Johannessen mfl., 2005). Valg av forskningsdesign må velges ut i fra problemstillingens art og hva oppgaven har til hensikt å finne ut. Det finnes tre typer forskningsdesign. Dette er utforskende (eksplorerende), beskrivende (deskriptivt) og forklarende. Vår oppgave har et deskriptivt design, da dette retter seg mot å beskrive hendelser, korrelasjoner og karakteristikk (Jacobsen, 2005). Designet kjennetegnes også ved å gi en oversikt over hvordan utviklingen har vært over tid, samt hvordan situasjonen er i dag, og vil bli fremover, slik vår utredning har til hensikt å gjøre.

3.3 Datainnsamling

Data kan betegnes som fakta, meninger og statistikk, som har blitt hentet inn for å analysere en problemstilling (Saunders mfl., 2016). Datainnsamling kan være i form av primær- og/eller sekundærdata. Eksisterende statistikk og litteratur i denne utredningen beskrives som sekundærdata. Sekundærdata kjennetegnes ved at de er innhentet gjennom et førsteledd; primærkilden.

4. Analyse av tiden før den europeiske gjeldskrisen

I dette kapitlet presenteres den økonomiske bakgrunnen til landene vi tar for oss i oppgaven. Gjennom kapitlet gir vi en oversikt over landenes gjeldsgrad i tiden før finanskrisen, og hvorvidt de respektive landene var rustet for en finanskrise. Videre ser vi på viktige utviklingstrekk ved Den europeiske valutaunionen.

4.1 Økonomisk historie

4.1.1 Belgia

Til tross for en gjeldsgrad langt over gjennomsnittet, i både EU og EMU, har gjeldsgraden til Belgia ikke vært i nærheten av å få så mye internasjonal omtale som gjeldsgraden til PIIGS-landene. Historien viser at kulturelle, språklige og økonomiske forskjeller har preget landet, siden det ble selvstendig etter revolusjonen i 1830. Belgia har etterhvert utviklet seg til å bli en føderal stat med tre regioner; Flandern, Vallonia og Brussel, og tre språkgrupper; nederlandsk, fransk og tysk.

Belgierne hadde et håp om økte lønninger tidlig på 1970-tallet, men forventningene ble slått ut av oljekrisen, som inntraff i 1973. Tiåret fra 1973-82 var karakterisert av voksende makroøkonomiske problemer. Like etter oljekrisen i 1973, kom en appresiering av Belgiske Franc, som gjorde landet mindre konkurransedyktig (Hansen, 2001, s.152). Konkurransenevnen ble ytterligere svekket, da etterspørselen etter landets eksportvarer sank på begynnelsen av 1980-tallet. Landet gikk da inn i en økonomisk nedgangsperiode. Gjennom nedgangsperioden slet landet med store budsjettunderskudd på mellom 7-og 16 % av BNP, og det kan se ut som de finansierte underskuddene ved å ta opp gjeld, da denne økte med bortimot € 15 milliarder¹⁸ årlig, fra 1980 til 1990 (IMF, World Economic Outlook Database). Dette førte til at Belgias gjeldsgrad oversteg 100 % allerede i 1983. Det var på denne tiden at det oppsto splittelse mellom Flandern og Vallonia, som førte til politisk uro, og arbeidsledigheten i landet økte til nærmere 10 %. I 1992, da Maastricht-traktaten ble signert, hadde landet et budsjettunderskudd

¹⁸ Belgia hadde Belgiske Franc på denne tiden, men IMF har konvertert tallene til euro.

på 8 % av BNP og en gjeldsgrad på 133 %. Regjeringen, som allerede hadde satt i gang omfattende reformer, hadde en stor jobb foran seg.

Gjennom et velutviklet transportnettverk, og en attraktiv beliggenhet sentralt i Europa, økte handelen i Belgia, og landet ble et viktig sentrum for internasjonal handel. Økonomien ble en av de mest industrialiserte i verden, og Belgias viktigste inntektskilde gikk fra kull- og gruvedrift, til eksportinntekter. Den økende handelen og reformene som var innført, som blant annet innebar innstrammingsiltak, viste seg å gi positive resultater på budsjettbalansen og gjeldsgradsutviklingen. En relativt sterk økonomisk vekst bidro også til at gjeldsgraden falt fra 138 % i 1993 til 87 %, ved inngangen til finanskrisen i 2008.

4.1.2 Irland

Før finanskrisen hadde Irlands økonomi vært igjennom både en depresjonsperiode, men også en periode med eventyrlig vekst. Depresjonen spores tilbake til starten av 1980-tallet, hvor høy arbeidsledighet og masseutvandring preget landet (Honohan, 2009, s.2). Tall fra IMF viser at arbeidsledigheten har ligget mellom 11-og 19 % fra 1980 til begynnelsen av 1990-tallet, og i 1981 hadde landet en inflasjon på hele 21 % (Trading Economics, Indicators).

Mot slutten av 1990-tallet tok økonomien en drastisk vending. Irland fikk oppleve en økonomisk vekst verden ikke hadde sett maken til, som i ettertid refereres til som “Den Keltiske Tiger”. Den årlige gjennomsnittlige økonomiske veksten ble målt til 10 % i konstante termer. Den høye gjeldsgraden som hadde bygget seg opp under depresjonen, sank fra 110 % i 1987, til i underkant av 80 % mot midten av 1990-tallet (Trading Economics, Indicators). I løpet av det neste tiåret falt gjeldsgraden helt ned til 26 %. Den økonomiske veksten skapte flere arbeidsplasser, og Irland kunne glede seg over synkende arbeidsledighet frem til 2001. I tillegg klarte staten å generere overskudd på budsjettbalansen.

Fra år 2000 bygget en irsk boligboble seg opp, der både banker, eiendomsutviklere og privatpersoner fikk betydelig høyere gjeld. Her viste landet tegn til Kindleberger og Alibers første steg mot finanskrise; mani. Den irske skattepolitikken, kombinert med lavrentepolitikken til ESB, fristet flere husholdninger og bedrifter i Irland til å ta opp lån. Skattepolitikken økte presset på eiendomsmarkedet, ved at den nærmest subsidierte boliginvesteringer, blant annet ved å tilby attraktive rentefradrag og skattefri gevinst på salg av bolig. I tillegg var eiendomsskatt fraværende. Både sentralbanken og finanstillstyret ga ut

rapporter som uttrykte bekymring rundt den økende gjeldsveksten, men lite ble gjort av myndighetene. Dette var fordi Myndighetene hadde stor tiltro til bankenes evne for selvregulering. Allerede før boligboblen kom, hadde de fattet vedtak om en selvregulert banknæring, med få statlige inngrep (Solberg, 2012 s.23).

Konkurransen mellom irske banker økte, og i 2004 begynte bankene å tilby lån til 100 % av boligverdien. Bankene ga også flere lån til eiendomsutviklere, derav en del spekulative lån.¹⁹ Dette førte til at bankene vokste raskt, og inntjeningen mangedoblet seg mot 2007. Antall boliglån, og størrelsen på lånene, vokste raskere enn tilbudet av boliger. Dette førte til en massiv prisvekst i markedet. Nominelle priser doblet seg fra 2000 til 2007. Måler vi tilbake til 1995 ser vi at prisene hadde tredoblet seg (Solberg, 2012, s.19).

Irske myndigheter hadde en rolig holdning til utviklingen i bank- og boligsektoren, og ga stadig uttrykk for at situasjonen var under kontroll. Statsministeren uttalte i 2006, til medborgere som tvilte på at boligfesten ville fortsette (Solberg, 2012, s.11):

«Hvis du hadde hørt på disse rådene for ett år siden, ville du ha tapt mye penger. Alle sa vi kom til å se et stort fall i 2005-2006 – og de tok feil. Vi burde heller undersøke hvorfor så mange tok så feil. Mitt standpunkt er at dette ikke er noe stort problem.»

Etter 2007 begynte innbyggerne å innse at boligsektoren var inne i en boble, og prisene begynte å falle.

4.1.3 Portugal

Portugals tidligere valuta, escudo, ble en del av The Exchange Rate Mechanism (ERM) i 1992. Hensikten bak ERM var å senke inflasjonen, som da var på 9,5 % og samtidig oppnå prisstabilitet (Fedje, 2012, s.6). Da euroen ble elektronisk innført i 1999, var den portugisiske

¹⁹ Lån der bygningene ikke er solgt før de bygges.

effektive realrenten høyt over likevektsverdien. Dette førte til en overappresiert reell valutakurs, da Portugal ble med i Eurosonen (Leao og Palacia-Vera, 2011, s.9).

Portugal hadde, uten unntak, slitt med underskudd på statsbudsjettet helt fra 1974, og ble i 2002, det første landet i EU til å motta støtte fra EDP (OECD, 2003, s.49). Dette mottok de også i 2005 og 2009 (Afonso, mfl., 2011, s.84 henvist til i Fedje (2012, s.8). Portugal har lenge vært et av Europas fattigste land. Lav økonomisk vekst har derfor vært en konstant underskuddsdriver. På grunn av fattigdom har også budsjettbalansen bestått av høye offentlige utgifter. Som følge av raskt økende gjeld, ble de pålagt av EU å føre en sterkt innstrammet budsjettpolitikk mens de var under EDP.

Portugal hadde en kort periode med økonomisk vekst i løpet av 1990-årene, men på grunn av lav produktivitet i Portugal, og økt konkurranse i markedet fra Kina, ble konkurranseevnen svekket. Landet ble preget av negativ vekst utover 2000-tallet, som vi ser nærmere på i kapittel 5.5 om handel.

På den politiske siden slet Portugal med problemer som var mindre vanlig for resten av Europa. Manglende politisk konkurranse og problemer med å lage koalisjoner, førte ofte til mindretallsregjering. Mindretallsregjeringens budsjettpolitikk besto av økte offentlige utgifter og kutt i skattene, fremfor nødvendige innstrammingstiltak. I en åtteårsperiode, før finanskrisen, hadde Portugal fire forskjellige, og samtidig ustabile regjeringer, som i stor grad påvirket landets økonomi frem mot finanskrisen. Landet sliter fortsatt med et ineffektivt byråkrati, som for øvrig har blitt utpekt som den største hindringen for å drive økonomisk virksomhet i landet (WEF, 2017).

Arbeidsmarkedet var preget av et lavt utdanningsnivå og lav mobilitet. I tillegg var det stivheter i både arbeids- og boligmarkedet, som var negativt for den økonomiske veksten. Arbeidsledigheten fra år 2000 og frem til finanskrisen, doblet seg, blant annet grunnet endringer i arbeidsmarkedet og økt konkurranse i internasjonale handel. I årene forut for finanskrisen var budsjettunderskuddet stabilt på rundt 4 - 5 % av BNP, og ved inngangen til finanskrisen i 2007 var Portugals brutto gjeldsnivå på 68 % av BNP.

4.2 Sentrale utviklingstrekk i EU og EMU

I 1952 ble European Defence Community (EDC) dannet, for å opprettholde fred mellom europeiske land gjennom et økonomisk samarbeid i en kull-og stålunion. Videre ble det europeiske økonomiske fellesskap (EØF) dannet i 1958, og hovedfokuset tok sikte på å sikre velstand og fred gjennom frihandel. Samme året ble Romatraktaten²⁰ underskrevet, og i 1967 ble EDC, EØF og Romatraktaten slått sammen til EF. Da Maastricht-traktaten ble inngått, ble også EF omdøpt til EU. I traktaten ble det blant annet vedtatt å etablere en økonomisk monetær union med felles valuta. Vedtaket satte ytterligere restriksjoner på landenes økonomiske frihet, ved å innføre samarbeid om én felles sentralbank, og én felles pengepolitikk. Dette innebar at landene måtte gi fra seg noe av sin økonomiske selvstendighet til ESB.

EU har gått fra å være et fredsbevarende samarbeid, til å fokusere mer på et økonomisk fellesskap. I dag består unionen av totalt 28 medlemsland. Storbritannia, som inntil nylig besluttet å trekke seg ut, regnes som medlem inntil 29. mars 2019, da den endelige “skilsmissen” skal skje (TV2, 10.11.2017).²¹

Etttersom alle tre landene i denne oppgaven er medlemmer av EU, vil vi også se på utviklingstrekk som har funnet sted i nyere tid, da dette kan ha påvirket landene gjennom finanskrisen. Med utviklingstrekk mener vi i hvilken grad EU har vokst, i både størrelse og omfang, og hvordan unionen i senere tid har tatt på seg flere ansvarsområder og viktige oppgaver. Unionen har strukket seg fra å være et rent økonomisk samarbeid, til å omfatte områder som lover, migrasjon og politikk med mer. Vi vil nå presentere tiltak satt til verks over tid, for å fremme “sunne” og balanserte økonomier.

Etter at euroen ble innført på starten av 2000-tallet, ble det lettere for landene innenfor EU å handle med hverandre. Enda lettere ble det for landene i EMU. Reformen og

²⁰ Dannet grunnlaget for opprettelsen av EF og atomenergifellesskapet, som videre utviklet seg til dagens EU.

²¹ Skilsmissen blir referert til som BREXIT. 8.12.17 kom Storbritannia og EU til enighet om rammene for utmeldingen, men det gjenstår enda flere forhandlinger før en fullverdig utmelding skjer.

handelsavtaler bidro til et mer integrert handelsmarked, og i 2009 kom Lisboa-traktaten,²² som bidro til mer moderne og effektive arbeidsmetoder (EU, 2017a). Videre fremskritt ved unionen var utviklingen av et robust system for finansiell overvåkning, konstruert av European System of Financial Supervisors. Målet var å sikre konstant finansiell overvåkning i EU, og utviklet seg videre da EUs bankunion ble opprettet i 2012. Bankunionen kom som et resultat av et ønske om sikrere, mer åpen og pålitelig bankvirksomhet.

²² Traktaten binder sammen de to "gamle" traktatene, Maastricht-avtalen og Roma-traktaten, som i revidert utgave nå styrer unionen. Lisboa-traktaten i seg selv fastlegger hvordan teksten i de gamle traktatene skal endres. Derfor er selve Lisboa-traktaten et teknisk, juridisk dokument, som ikke er ment å skulle leses.

5. Analyse av tiden under og etter den europeiske gjeldskrisen

I første halvdel av dette analysekapittelet tar vi for oss tiden etter at finanskrisen slo inn, i 2008. I andre halvdel presenterer vi landenes faselinjer i fire utvalgte år, og ser hvorvidt gjeldsgraden befant seg i en stabil likevekt. Vi vurderer handelssituasjonen, og hvordan den endret seg, både da euroen ble innført, da Kina kom inn på det europeiske markedet og som en virkning av finanskrisen. Mot slutten av kapittelet diskuterer vi funnene i samsvar med presentert teori, og retter så fokus mot dagens situasjon i landene, og fremtidsprognoser.

5.1 Bank-, budsjett-, og politisk krise i Belgia

Subprime-krisen i USA førte til en dominoeffekt av bankfallitter over hele verden. To uker etter Lehman Brothers-konkursen, 15. september 2008, sto Belgia overfor starten på det som skulle bli en svært omfattende bankkrise i landet. Til tross for at bankene fikk godkjente stresstester,²³ fikk de største bankene og finansselskapene i Belgia; Fortis²⁴, Dexia Bank Belgium²⁵ og KBC²⁶, alvorlige likviditetsproblemer. Tilliten fra markedet ble mer og mer svekket, aksjekursene falt og kredittpåslagene økte markant i obligasjonsmarkedene. Fortis, som akkurat hadde kjøpt opp ABN AMRO,²⁷ manglet ytterligere finansiering idet prisene i markedet begynte å stige. Det førte til at selskapet slet med å finansiere oppkjøpet, i tillegg til at banken på samme tid, måtte tåle store tap på posisjoner i det amerikanske markedet. Kommunikasjonssvikt og mangel på tillit til ledelsen i banken, var også faktorer som spilte inn på konkursrisikoen banken sto ovenfor.

²³ En test som måler hvorvidt banken har tilstrekkelig egenkapital og likviditet.

²⁴ Et belgisk-nederlandsk finanskonsern innenfor bank- og forsikringsbransjen.

²⁵ Datterselskap av det Belgisk-Franske konsernet, Dexia Group. Dexia Group ble opprettet i 1996 gjennom en fusjon av Credit Local de France og Credit Communal de Belgique.

²⁶ Morselskapet i KBC Group, som er et bank- og forsikringsselskap. KBC Group ble dannet gjennom en fusjon av to belgiske banker, the Kredietbank og CERA bank, og det belgisk forsikringsselskapet, ABB.

²⁷ Nederlandsk bank som ble kjøpt opp av The Royal Bank of Scotland, Fortis og Banco Santander of Spain.

For Dexia startet nedturen allerede i år 2000, da de kjøpte opp Financial Security Assurance (FSA),²⁸ som en del av deres globaliseringsstrategi. Dette skulle vise seg å bli et av Europas verste oppkjøp i banksektoren, da FSA gikk på store tap under eiendomskrakket i USA. FSA hadde investert store andeler i subprime-markedet.²⁹ I tillegg hadde Dexia en obligasjonsportefølje bestående av greske statsobligasjoner på € 3,4 milliarder, og enda € 17,5 milliarder i statsobligasjoner utstedt av Italia, Spania, Portugal og andre trøblete eurosone økonomier (BBC, 6.10.11). På toppen av dette hadde bankene- og forsikringselskapene drevet med “proprietary trading”,³⁰ som er en form for handel som setter egenkapitalen under stor risiko. Tilliten i markedet var på dette tidspunktet nærmest ikke-eksisterende, og bankene opplevde ytterligere problemer, særlig ved å hente inn penger.

For å redde bankene fra konkurs, investerte den føderale staten i 2008 rundt € 20 milliarder i Fortis, Dexia Bank Belgium og KBC (Eijffinger, 2010 referert i Troupin mfl., 2013, s.5). De tre selvstendige regionene investerte ytterligere € 5 milliarder til sammen. I tillegg garanterte staten for noen av innskuddene som gikk tapt. På bakgrunn av dette, argumenteres det for at finanskrisen rammet Belgia i 2008 (Eijffinger, 2010 referert i Troupin mfl., 2013, s.5).

Fortis, som hadde høy eksponering i den britiske forsikringssektoren, var den første europeiske banken til å bli reddet av staten, 26. september 2008. Rett før staten grep inn, hadde aksjekursen et fall på hele 35 % på bare to dager (Reuters, 3.05.17). Fortis gjennomgikk flere rekapitaliseringer, som BeNeLux-landene sto bak. Bare en uke etter at BeNeLux-landene hadde reddet finanskonsernet, ble Fortis solgt til BNP Paribas, som tok kontroll over ¾ av aksjene. BNP Paribas tok kontroll over avdelinger, både i Belgia og Luxembourg, og gjorde BNP Paribas til Europas største bank, målt etter innskudd (NRK 6.10.08).

²⁸ FSA er et amerikansk kredittforetak som investerer i et verdipapir, som vi i Norge kaller obligasjoner med fortrinnsrett. Prinsippet går ut på at banker selger porteføljer av utlån (ofte boliglån), også kalt sikkerhetsmasse, til et kredittforetak som er særskilt opprettet for dette formålet. Ved å ta opp lån med særlig sikkerhet i massen, vil banken dermed oppnå innlån til en noe lavere rente enn de ellers ville fått.

²⁹ Selskapet hadde stått som sikkerhet for eiendomsaktiva i subprime-markedet som var rammet av en høy andel mislighold på boliglån. Denne investeringen i sikkerhetsmasser var rimelig komplisert.

³⁰ Proprietary trading gikk ut på at ansatte i finansinstitusjonene inngikk kjøp og salg av verdipapirer på vegne av selskapenes eiendeler for å tjene penger. Dette skiller seg fra kundevirksomhet ved at ansatte handler for institusjonens regning, med det formål å oppnå profit.

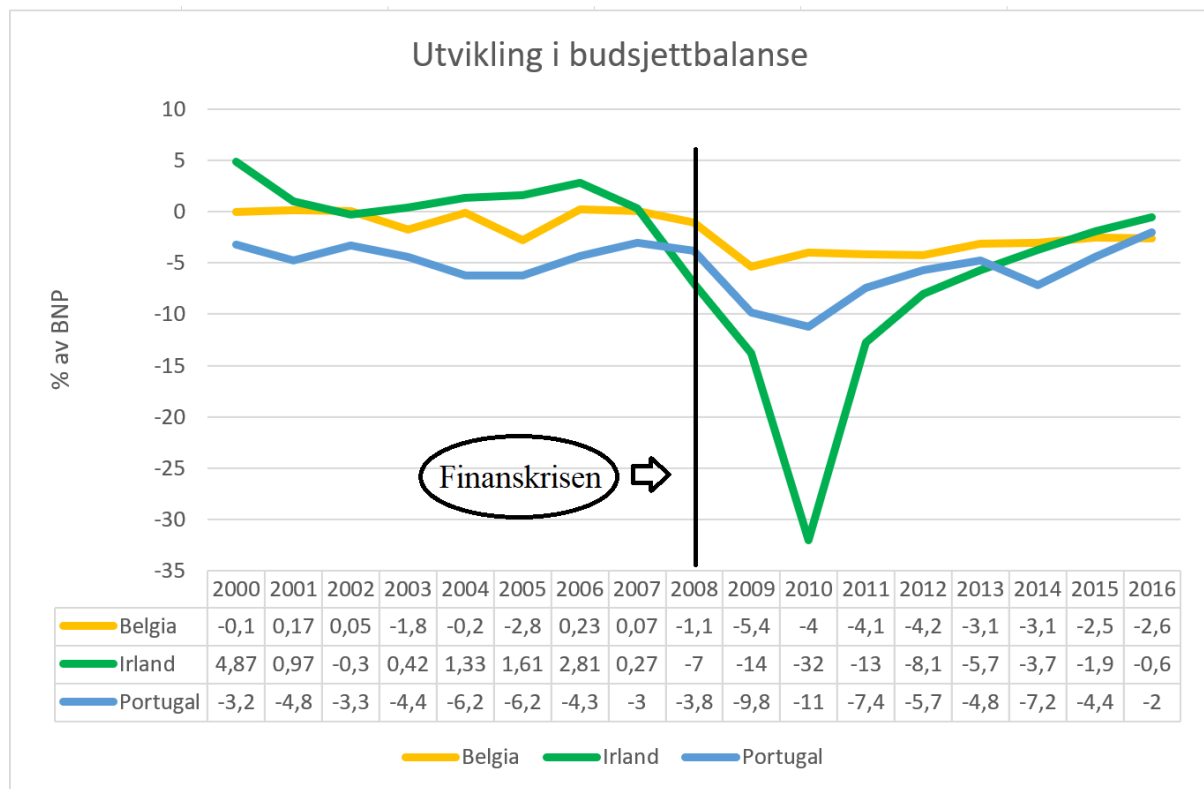
Dexia, bare få dager senere, var neste bank ut til å bli reddet av staten. Redningsaksjonen resulterte i at Dexia Group ble splittet³¹, og den Belgiske stat kjøpte opp Dexia Bank Belgium³² (Aftenposten, 18.10.11).

KBC i Belgia mottok redningspakker fra både den belgiske føderale stat, og Flanderns regionale stat. Det irske datterselskapet i KBC group, som forøvrig også var i bankkrise, mottok nødlån fra morselskapet i Belgia, og bidro til en ytterligere nedgang i profitt i konsernet (The Independent, 13.02.09).

Troupin mfl. (2013, s.8) hevder at bankkrisen var så alvorlig at den utelukkende gjorde at Belgia sto ovenfor en begrenset budsjettkrise fra 2008-2012. Som vi ser av budsjettbalansen i figur 3, var budsjettunderskuddet i Belgia relativt lite sammenlignet med både Irland og Portugal.

³¹ Kjøpt opp av Belgia, Frankrike og Luxembourg.

³² Opererer nå under navnet Belfius.



Figur 3: Budsjettbalanse for Belgia, Irland og Portugal i årene 2000-2016.

Kilde: IMF

Etter at staten hadde tilført banksektoren store redningspakker, ble det mer og mer tvilsomt om staten hadde tilstrekkelige midler til å betjene de offentlige utgiftene. Redningspakkene gikk dermed hardt utover skattebetalerne.

I tillegg til den tidligere omtalte budsjettkrisen, oppsto en politisk krise mellom år 2010 og 2011. Etter at statsministeren, Yves Leterme,³³ gikk av for andre gang i 2010, tok Belgia verdensrekord i å være lengst uten en regjering³⁴ (FT, 8.10.14). Landet opererte videre med Leterme som forretningsministerium. Regjeringskrisen oppsto som følge av stor uenighet blant en ny reform,³⁵ som skulle effektivisere den føderale staten. og gi mer selvstyre til

³³ Sittende statsminister i ni måneder i 2008 og fem måneder mellom 2009 og 2010.

³⁴ 541 dager uten regjering.

³⁵ Sixth state reform, såkalt "Butterfly agreement", ble forhandlet frem den 11.oktober 2011 og innebar en fordeling av makt fra den føderale stat til de føderale enhetene (regionene og språkgruppene) verdt € 20 milliarder.

regionene. Det var også problemer rundt finanspolitikken, hvor Vallonia og Flandern ikke kom til enighet. Her ser vi et tilfelle av hvilken effekt det hadde, at makten ble delegert fra føderalt nivå, til regionale stater hvor alle ble tildelt fullmakter på sine områder. Med andre ord ble høy grad av desentralisering og autonomi offer for ytterligere politisk uenighet. Det var ikke lenge etter at kredittverdigheten ble nedgradert, at Belgierne skjønnte alvorret, og skjøt fart på regjeringsforhandlingene (NRK, 5.12.11).

5.1.1 Nedgradering av kredittverdighet

De mest anerkjente kredittvurderingsbyråene internasjonalt; Standard & Poor (S&P) og Moodys, valgte å nedgradere statsobligasjonene til Belgia i slutten av finanskrisen. Markedet for å ta opp lån var risikabelt, risiko tilknyttet økonomisk vekst hadde økt, i tillegg var det underliggende risiko og usikkerhet knyttet til banksektoren. Hovedårsaken til selve nedgraderingen, mente S&P, var mangel på politisk styring i landet, og en nedgang i eksporten. De pekte også på regjeringens begrensede evne til å respondere på økonomisk press, etter flere mislykkede forsøk på å forme en ny regjering. De valgte derfor, 25.november 2011, å kutte Belgias kredittverdighet med étt hakk, fra AA+ til AA. For Moody's var det spesielt uro i markedet som var hovedårsaken til nedgraderingen, og deres vurdering resulterte i et fall på to trinn; fra Aa1 til Aa3.³⁶

Nedgraderingen fra byråene var likevel ikke av vesentlig betydning. I Moodys rangering; Aa3 og S&Ps; AA+, kom det tydelig frem at Belgia fortsatt lå i toppsjiktet i vurderingen av høy likviditet. "Even after this downgrade the Belgian rating remains one of the strongest in Europe," uttalte Mr. Leterme i 2011 (FT, 25.11.11). Belgia var også det siste landet i eurosonen til å bli utsatt for nedgradering av kredittverdighet, som følge av finanskrisen (FT, 25.11.11).

Lånemarkedet i Belgia var også preget av økning i spreaden til tyske statsobligasjoner, og investorene la frem det høyeste kravet til risikopremie siden euroen ble innført (Reuters, 24.11.11). Markedets syn på risiko ble også gjenspeilet gjennom Credit Default Swap priser,

³⁶ Standard & Poor benytter en skala som går fra AAA til D, hvor AAA er høyeste vurdering og D laveste vurdering. Moody's benytter en skala med karakteren Aaa som den høyeste og C som den laveste. S&P måler kun sannsynligheten for mislighold. Moodys tar ikke bare for seg sannsynligheten for mislighold, men ser også på totalt tap man kan forvente, som følge av sannsynligheten for mislighold.

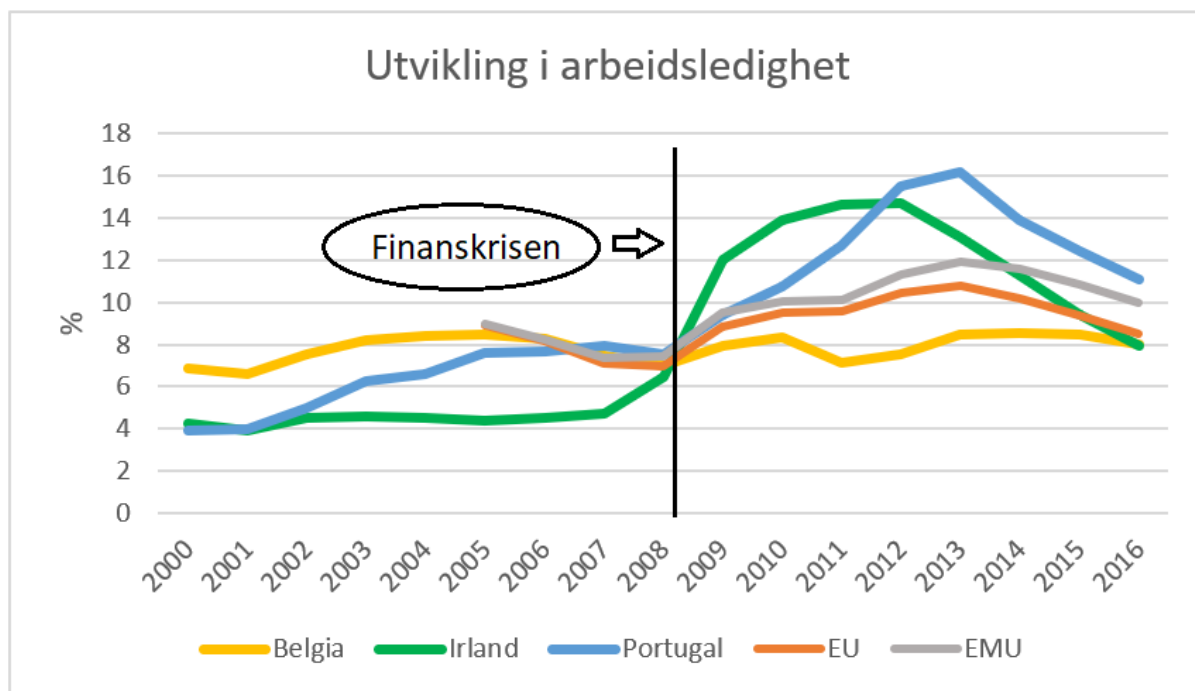
der femårige priser økte omtrent 400 ganger så mye fra 2007, til slutten av 2011 (FT, 20.8.15). Det ble dermed vanskelig å forhandle seg frem til billigere rente med de institusjonelle investorene.

I Belgia har det vist seg at likviditeten i et selskap verdsettes mindre enn tilliten fra finansmarkedet og kreditorer (BakerMcKenzie, s.1). Belgisk konkurslov peker på at sannsynligheten for å bli erklært konkurs, er større for selskaper med likviditetsproblemer fremfor selskaper med solvensproblemer. Dette forutsetter at gjelden ikke har kommet til forfall og/eller bankene er villige til å fortsette og låne ut penger. Uavhengig om selskapene har en positiv eller negativ nettoformue, vil selskapets mulighet for å innhente kapital fra markedet vektlegges størst betydning. Med andre ord, uavhengig av hvordan balansen ser ut, vil det være tiltroen til selskapet i markedet som er avgjørende.

5.1.2 Arbeidsmarkedet og skattepolitikk i Belgia

Arbeidsmarkedet i Belgia er sterkt preget av høye skatte- og trygdeytelser. Statistikk viser at arbeidstakerne sitter igjen med laveste netto arbeidsinntekt, når vi sammenligner arbeidstakere i OECD (OECD, 2017a, s.2). Staten krever en sats på 40,7 % i gjennomsnitt, hele 15,2 %-poeng over OECD-gjennomsnittet. Blant lavinntektshusholdninger har skattesatsen vært upopulær og påvirket deltakelsen i arbeidsmarkedet negativt. Dette gjenspeiler seg i figur 4 under, som viser at ledigheten har ligget på mellom 6- og 9 % siden år 2000, som for øvrig var høyere enn både Irland og Portugal på denne tiden. I årene under, og etter krisen, har arbeidsledigheten i Belgia fortsatt holdt seg stabil, mens gjennomsnittet i både EU og EMU tydelig har økt. At Belgia klarte å unngå en økning i arbeidsledigheten, kan ha kommet som et resultat av økningen landet hadde i budsjettunderskudd (figur 3). Ved siden

av store offentlige utgifter til banksektoren, innførte Belgia også subsidier til sysselsetting, som gjorde det attraktivt å være i arbeid (FT, 20.08.15).



Figur 4: Utvikling i arbeidsledighet for Belgia, Irland, Portugal, EU og EMU i årene 2000-2016³⁷

Kilde: OECD, Economic Outlook, Statistics and Projections.

Ikke overraskende har skattesystemet i Belgia blitt kritisert for å ha skattesatser som hemmer både vekst og sysselsetting (Johansson mfl., 2008 referert til i OECD, 2015a, s.25). Ikke minst skader det også konkurransen i arbeidsmarkedet.

Overskudd i selskaper har også blitt utsatt for høy skattlegging. Belgia har likevel blitt omtalt av Forbes som et av verdens ti "beste"³⁸ skatteparadis i 2010 (Forbes, 6.7.10). En brosjyre fra belgiske myndigheter viser, i et eksempel fra 2010, hvordan den effektive skatteprosenten på bedriftsoverskudd ble 3,58 %. Sammenlignet med skatt på overskudd i Norge, viser eksemplet at reduksjonen er på hele 87 % (Aftenposten, 13.8.13). For å skjønne

³⁷ En grunn til forskjellen i ledighet mellom EU og Eurosonen er arbeidsledigheten i Storbritannia. Storbritannia, som er en stor økonomi, er kun medlem av EU, og ikke EMU, og trekker dermed gjennomsnittet i EU ned. Dette grunnet arbeidsledighet på ca 5 % før finanskrisen, og rundt 8 % under finanskrisen.

³⁸ Med "beste" mener de høy grad av sekrethese og å kunne utføre betydelige transaksjoner uten at det stilles for mange spørsmål.

hvordan det er mulig, kan vi blant annet henvise til et særskilt fradrag kalt Notional Interest Deduction (NID).³⁹ I blant annet Norge, blir fradrag kun innvilget for finansiering med gjeld. Med NID får man i tillegg innvilget fradrag for egenkapital. Eksempler viser at utenlandske selskaper benytter seg av internbanker i Belgia med den hensikt å flytte overskudd mellom mor-og datterselskaper for å utnytte skattefordelene fullt ut.

I aksjemarkedet finner vi også skattefordeler. På aksjer er det mulig å oppnå en skattelette på enten 15- eller 25 % på utbytte (BespaarBelastingen). Sammenligner vi med skjermingsrenten i Norge, som baseres på 3 måneders gjennomsnittlig statskasseveksler, kommer det frem at det er svært gunstige satser i Belgia. Gevinst ved salg er skattefritt i Belgia, men det gis heller ikke fradrag for tap, såkalt symmetri. Det finnes heller ingen formuesskatt, noe velstående nederlendere og franskmenn vet å utnytte, ved å overføre formuen sin til Belgia.

5.1.3 Boligmarkedet i Belgia

I 2007 hadde boligprisene i Belgia mer enn doblet seg på bare ti år. Da krisen kom i 2008, opplevde landet en ytterligere prisstigning i boligmarkedet, som viste seg å bli historisk høy. I motsetning til boligboblelandene; Spania, Nederland og Irland, opplevde ikke Belgia et krakk. Prisstigningen var vedvarende, men endte aldri opp i et boligprisfall. Landet har høye kostnader knyttet til investeringer i bolig. På grunn av dette og dårlig råd, har landet, som ett av få OECD land, økt andelen som bor i boliger uten grunnleggende sanitærfasiliteter siden 2005 (OECD, 2017c, s.2). 90 % av husholdningene, som hadde boliglån under finanskrisen, hadde fastrentelån.⁴⁰ Den finansielle sårbarheten i belgiske husholdninger og risikobildet for bankenes utlånstap, var derfor kraftig redusert, sammenlignet med land med høy andel låneavtaler med flytende rente. Belgia opplevde på bakgrunn av en konservativ lånepolitikk,

³⁹ Notional Interest Deduction er en rentesats som, multiplisert med egenkapitalen i selskapet, angir en prosentandel av egenkapitalen som kommer til fradrag mot skattepliktige inntekter.

⁴⁰ Tilsvarende andel i Irland var langt mindre (under 40 %) Kilde: ECB referert til i slide 39 i forelesning om lån i personlig økonomi.

aldri en “utlånsboom” på lik linje med Irland og Nederland. Målt som andel av BNP var boliglån i Nederland hele tre ganger større enn i Belgia.⁴¹

5.1.4 Brutto- og nettogjeld i Belgia

I Irland og Portugal viser det seg at forskjellen mellom brutto- og nettogjeld i landene er minimal, mens for Belgia har forskjellen de siste årene utgjort rundt 40 %-poeng, slik tabell 1 under viser. Nettogjelden i Belgia har i tillegg vært nær Maastrichtkravet på 60 %, og også til tider under kravet, til tross for bruttogjeld som ikke har vært i nærheten. Som belyst i teorien, utgjør forskjellen i brutto- og nettogjeld et lands finansielle eiendeler, og disse kan være bundet opp. Belgia har en av EUs laveste pensjonsaldere (OECD, 2015a), og vi antok derfor at mye av deres finansielle eiendeler var bundet opp i pensjonsmidler. Ved nærmere undersøkelser finner vi at alderspensjon (både tidlig og sen) utgjør en andel på 9,2 % av BNP i 2007, og dersom uførepensjon mm. inkluderes, utgjorde dette totalt 10 % av BNP (Eichhorst mfl., 2011, s.21). Av Belgias € 383 milliarder, som utgjorde bruttonasjonalprodukt i 2007, var 10 % et vesentlig beløp, og OECD anbefalte derfor Belgia i 2015 å øke pensjonsalderen (OECD, 2015c, s.5). I OECD sin rapport fra 2017, kom det frem at Belgia har gjort nettopp dette, i tillegg til å kutte subsidier i forbindelse med tidlig pensjon (OECD, 2017d, s.1). At Belgia på bakgrunn av dette har en betydelig differanse mellom brutto- og nettogjeld, bør derfor likevel ikke hensyntas, da store deler av de finansielle eiendelene er bundet opp til pensjon, og betraktes derfor som fremtidige forpliktelser.

⁴¹ Merk at dette går inn under privat gjeld. Men når private husholdninger ikke kan betjene sine lån, kan dette bli et offentlig problem, dersom staten går inn og garanterer for bankene, som igjen kan påvirke offentlig gjeld.

Tall i % av BNP	Belgia		Irland		Portugal	
	Bruttogjeld	Nettogjeld	Bruttogjeld	Nettogjeld	Bruttogjeld	Nettogjeld
2004	96,523	66,051	28,213	22,517	56,306	52,043
2005	94,627	64,246	26,072	20,445	60,805	56,155
2006	91,038	61,06	23,602	18,103	61,619	56,658
2007	87,021	54,323	23,895	17,996	68,439	61,427
2008	92,529	55,139	42,413	26,619	71,666	67,194
2009	99,542	61,081	61,686	43,599	83,609	79,293
2010	99,688	59,58	86,328	74,578	96,183	91,625
2011	102,321	60,804	109,662	98,515	111,39	100,849
2012	104,091	62,434	119,554	105,165	126,222	115,675
2013	105,428	63,772	119,611	106,281	129,04	118,417
2014	106,451	62,726	105,404	96,154	130,603	120,451
2015	105,761	61,062	78,706	71,827	128,988	121,607
2016	105,529	62,061	76,416	69,859	130,303	120,966

Tabell 1: Brutto- og nettogjeld i % av BNP for Belgia, Irland og Portugal i årene 2004-2016.

Kilde: IMF, World Economic Outlook Database. Tall i grått er estimater.

I senere tid har det kommet frem at Belgia har brukt pensjonsforpliktelsene sine til kreativ bokføring, som skjulte den virkelige verdien av budsjettunderskuddene til landet. Belgia tok over pensjonsfond til statlige selskaper, og bokførte dette som inntekter, mens de unnlot å føre tilsvarende forpliktelse, på den andre siden av balansen. Som et resultat av dette var budsjettunderskuddet i landet noe kunstig fremstilt, da det viste en bedre situasjon, enn hva som var tilfellet i landet.

5.2 Boligboble og bankkrise i Irland

Finanskrisen i Irland beskrives som et dramatisk vendepunkt i den irske økonomien, og fikk sitt første ansikt gjennom en boligkrise. Eichengreen (2015, s.1) skriver at Irland var det første eurosone-landet til å oppleve bankkrise under finanskrisen, og Delmento (2016) utfyller med at den irske boligprisøkningen var en av de lengste og største i Europa. På slutten av 1990-tallet var landet preget av økt arbeidsinnvandring. Regjeringen mente det var mangel på boliger, og at det derfor var nødvendig å øke tilbudet av disse. I tillegg innførte myndighetene flere sjenerøse insentiver for boligbyggere. Skattefordelene var fradrag for gjeldsrenter og dokumentavgift fremfor eiendomsskatt. I tillegg til en høy optimisme blant befolkningen, steg etterspørselen etter nye boliger og låneopptak ytterligere. Tilbudet av

ferdigutbyggede boliger ble etter hvert så høyt at prisene i boligmarkedet begynte å falle. Irland ble dermed i 2007-2008, offer for en omfattende sprekk i boligboblen, og landet ble sittende igjen med utallige "ghost estates".⁴²

Det var først i 2007 at folk innså at eiendomsmarkedet var inni en boble. I 2006 uttalte økonomen, Morgan Kelly, at Irland var inne i en boligboble, og spådde et prisfall på rundt 50 % (Solberg, 2012, s.20). Med den uttalelsen ble han gjort narr av i irske medier, men i årene som fulgte viste det seg at Kelly hadde rett (Delmendo, 2016). Lånemarkedet gikk igjennom et sammenbrudd, da irene fikk store vanskeligheter med å tilbakebetale lånene de hadde tatt opp. Irske banker fikk ikke lengre tilgang på billige utenlandske lån og finansiering av utlånene på hjemmebane ble derfor både dyrere, og vanskeligere å få tak i. Mangel på likviditet skapte trøbbel for bankenes forpliktelser overfor sine kreditorer.

I september 2008, et drøyt år etter at boligboblen sprakk, kollapset banksektoren i landet. Det var særlig Anglo Irish Bank⁴³ som ble beskyldt for å ha vært i sentrum for boligboblen, da investeringsbanken, uten tvil, kunne vise til flest boliglån i sin utlånsportefølje. Den irske Sentralbanken anslo at kostnadene for å redde Anglo Irish Bank alene, ville stå for mellom € 29 og € 35 milliarder. Kostnadene ville øke budsjettunderskuddet til hele 32 % av BNP (BBC, 30.09.10). Daværende finansminister, Brian Lenihan, pekte på at redningspakken var en av de rimeligere: "a necessary first step" og "the cheapest bailout in the world so far" (Irish Times, 24.10.08).

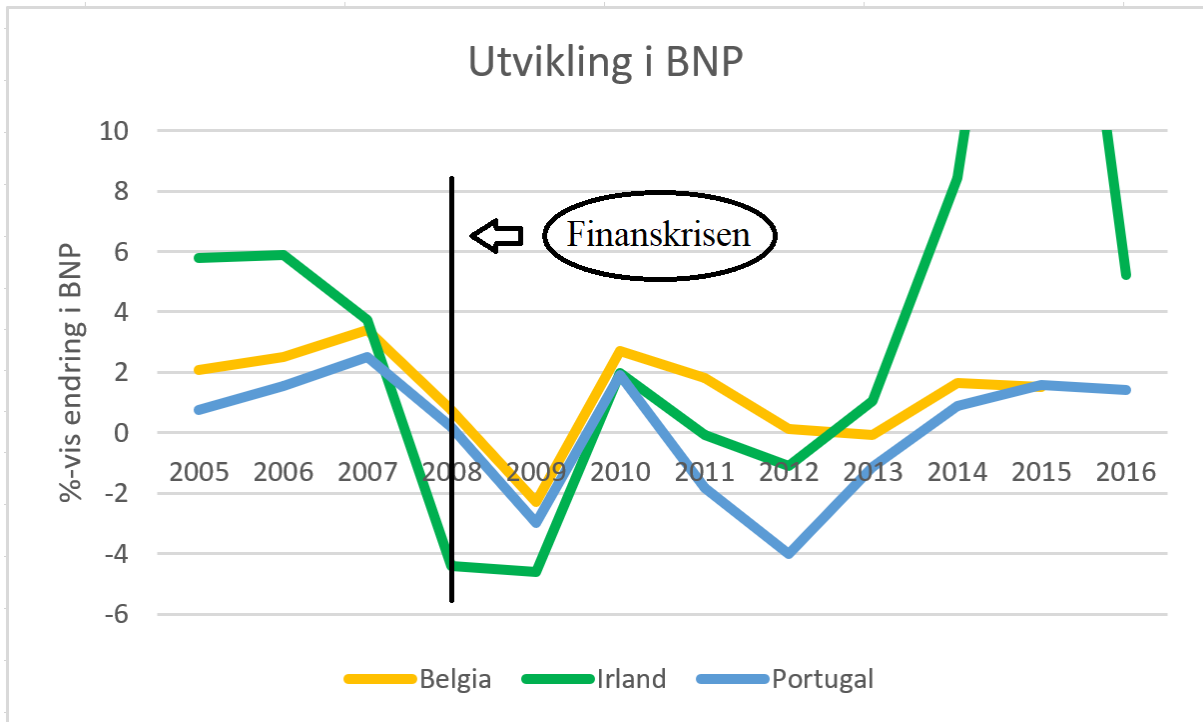
"Den Keltiske Tiger", ble raskt erstattet av fritt fall i eiendomspriser, høy arbeidsledighet, og negativ økonomisk utvikling (Solberg, 2012, s.7). I 2008 og 2009 slet Irland med nedgang i BNP på mellom 4 og 5 %⁴⁴ (figur 5) og kraftig økende arbeidsledighet (Figur 4: Utvikling i arbeidsledighet for Belgia, Irland, Portugal, EU og EMU i årene 2000-2016. Misligholdelse av lån og en trofast regjering som ikke ville endre politikken, førte til at Irland gikk med store budsjettunderskudd fra 2008 (Figur 3: Budsjettbalanse for Belgia, Irland og Portugal i årene 2000-2016.. I etterkant av krisen har den irske statsministeren, Bertie

⁴² Tomme, eller halvferdige hus.

⁴³ Investeringsbanken har blitt omdøpt til Irish Bank Resolution Corporation etter en nasjonalisering av selskapet.

⁴⁴ Målt i konstante termer

Ahern, kommet med følgende uttalelse: “Boligprisene økte for mye, og etterspørselen etter boliger var for stor. Det er grunnen til at prisene økte så fort. Tilbudssiden var for dårlig. Vår førsteprioritet var å prøve og få bygget flere boliger, som et forsøk på å dempe prisveksten” (Solberg, 2012, s.8).



Figur 5: Utvikling i BNP for Belgia, Irland og Portugal for årene 2005-2016.

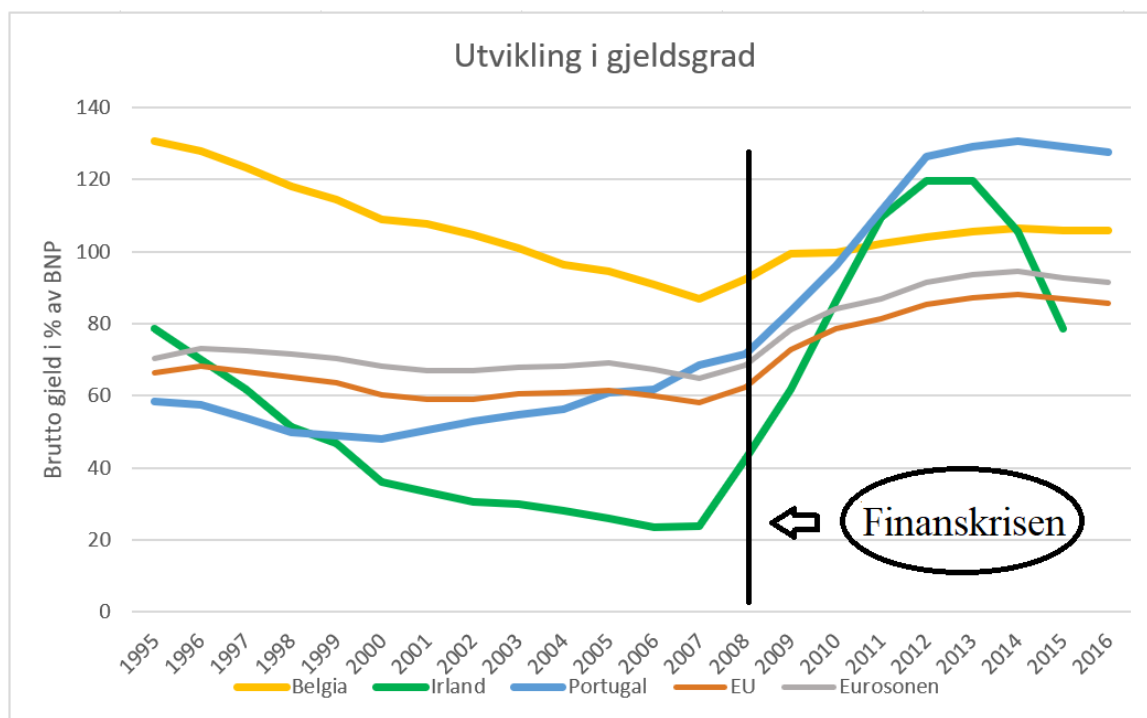
Kilde: IMF

Til tross for den økonomiske tilbakegangen i 2008 og 2009, endret myndighetene verken skattepolitikk eller finanspolitikk. De forventet at rentenivået ville forbli lavt. I tillegg hadde de forventninger om at inntektsutviklingen ville vedvare, og innvandringen ville fortsette å stige. Folket hadde høy fremtidsoptimisme, som gjorde at de hadde stor tillit til det myndighetene gjorde (Connor mfl., 2010, s.7-8).

I 2010 utviklet bankkrisen seg til en statsgjeldskrise ved at myndighetene hadde garantert for verdier i bankene. Sparingen i oppgangstiden var ikke stor nok til å dekke de høye utgiftene i nedgangstiden, og myndighetene valgte derfor å tappe hele sitt oppsparte pensjonsfond, for å redde bankene fra å gå konkurs. Sjefen for finanstilsynet i Irland, Patrick Neary, mente fortsatt at det ikke var noen grunn til bekymring og uttalte: «De irske bankene

er uansett så solide sammenlignet med andre banker i Europa, at jeg er trygg på at de kan håndtere alle tap som måtte oppstå» (Solberg, 2012, s.12). Til sammen fikk boligkrakket i Irland en prislapp på € 64 milliarder (E24, 26.06.14).

Budsjettunderskuddene etter boligkrakket var med på å øke gjeldsgraden til Irland. Gjeldsgraden gikk fra å være 24 % i 2007 til å bli 62 % i 2009. Bare to år senere var gjeldsgraden oppe i 110 % slik det fremkommer av grafen under. I 2010 var budsjettunderskuddet på hele 32 % av BNP, og dette året markerer starten på Irlands kriselånsperiode.



Figur 6: Utvikling i gjeldsgrad for Belgia, Irland, Portugal, EU og Eurosonen i årene 1995-2016

Kilde: IMF

Irland ble fryst ut av gjelds- og obligasjonsmarkedet i 2010, og ble derfor forpliktet til å ta imot nødlån fra EU og IMF. Et lån på til sammen € 85 milliarder ble innvilget i november 2010 og hadde en frist på 3 år (Arellano mfl., 2012, s.5). Hensikten bak lånet var å støtte opp under bankene, og samtidig rydde opp i de offentlige finansene etter boligmarkeds kollapsen (Reuters, 30.3.16). I samme år som Irland mottok nødlånet, snudde budsjettbalansen, og har siden konvergert mot null.

I årene etter krisen har data fra ESB vist at irske borgere mistet mer av sin personlige rikdom enn noe annet Eurosoneland. Ekspertene fra ESB analyserte at den irske økonomien tapte over € 18.000 per person i årene fra 2009 til 2013. Gjennomsnittet var imidlertid ikke jevnt fordelt over befolkningen, men derimot på de 10 % fattigste og de 10 % rikeste (Irish Examiner, 21.10.15). I 2013 restrukturerte Irland gjelden sin. Da fikk de tatt opp langsiktige lån til en billigere rente og nedbetalt kortsiktige lån, som var bundet til en høyere rente. Restruktureringen bidro til tilbakebetalinger på lån med € 20 milliarder det neste tiåret (Deutsche Welle, 7.02.13). I 2013 ble Irland første land til å tilbakebetale en redningspakke, og i 2014 sank både budsjettunderskudd, arbeidsledighet og gjeldsgrad, og den økonomiske veksten økte betydelig.

5.2.1 Direkte utenlandsinvesteringer

I 2016 oppnådde Irland \$ 79 milliarder i Foreign Direct Investment (FDI),⁴⁵ og ble kåret til “The No. 1 country for high-value foreign investment” for sjette år på rad i IBS’s 2017 Global Locations Trend report (USnews).

I løpet av årene fra 2002 til 2012 viste det seg at direkte utenlandsinvesteringer⁴⁶ var betydelig høyere i Irland, enn i andre OECD-land. Irland investerte mye i utdanning etter at de ble medlem av EU i 1973, som gjorde at landet, mot slutten av 1990- og 2000-tallet, kunne friste med mange velutdannede og unge arbeidstakere. Dette var spesielt innenfor IT-sektoren som førte til at velkjente IT-selskaper som Dell, Hewlett-Packard og IBM etablerte seg i landet. En økning i multinasjonale selskaper i landet åpnet stadig opp for nye arbeidsplasser. Flere irer forlot derfor jordbruk til fordel for tjenesteyrker, i tillegg til at irer, som tidligere hadde emigrert, flyttet hjem igjen (Walsh, 2004).

Et annet konkurransefortrinn som ble identifisert hos Irland, var språket. At landet var engelskspråklig ble sett på som svært attraktivt blant amerikanske investorer. Utdannelse og

⁴⁵ FDI oversettes til direkte utenlandsinvesteringer, og tar for seg forretningsinvesteringer gjort av selskap eller privatpersoner i et annet land enn hjemlandet. Forretningsinvesteringer kan for eksempel være å opprette en form for forretningsvirksomhet, eller å anskaffe seg eiendeler i bedrifter.

⁴⁶Målt i % av BNP

språk, og ikke minst en lav bedriftsskatt, har blitt trukket frem som de viktigste årsakene til at multinasjonale selskaper ønsket å etablere seg i Irland, fremfor andre Europeiske land. “You want to have a common language if you are setting up operations in Europe” uttalte Melanie Bowler⁴⁷ til Forbes (4.12.13).

På grunn av kraftig økende FDI på 2000-tallet og utover, kom mesteparten av den økonomiske veksten i Irland fra eksportsektoren. I kriseåret 2008 trakk utenlandske investorer verdier tilsvarende \$ 38 milliarder ut av Irland, som kan ha påvirket fallet i budsjettbalansen dette året. Det var ikke bare i Irland at FDI falt, men nærmest hele EU ble rammet av et fall av FDI på bortimot 30 %. Allerede i 2009 snudde investorer seg tilbake til Irland, og utenlandsinvesteringene økte mellom tre og fire ganger mer i forhold til andre OECD-land. FDI sto for nærmere 12 % av Irlands BNP på den tiden (TheWorldBank, 2012). “Ireland has continued to attract direct foreign investment despite its problems” (Forbes, 4.12.13).

5.2.2 Irland som skatteparadis

Irland omtales som et skatteparadis⁴⁸ hvor over tusen ledende multinasjonale selskaper har etablert sitt hovedkvarter. Google, Apple, Facebook, LinkedIn og Microsoft er blant flere verdenskjente selskaper som har etablert seg i landet. Mot slutten av 1990-tallet økte andelen av utenlandske selskaper i Irland. En attraktiv skattelovgivning, som innebar en av Europas laveste bedriftsskattesatser, var det store trekkplasteret blant investorene. Irlands bedriftsskattesats er for øvrig blant Europas laveste, på bare 12,5 %. For flere Europeiske land ligger tilsvarende sats på over 20 %.

⁴⁷ Økonomisk analytiker i Moody's med Irland som sitt fokusområde.

⁴⁸ Kalles også tax haven, og karakteriseres som et land som enten har lav bedriftsskattesats, eller kan tilby et eget lovverk for utenlandsinvesteringer, som gir gunstige skattefordeler.

Gjennom Irland, fikk de multinasjonale selskapene også tilgang på EUs indre marked.⁴⁹ I september 2013 uttalte Barry O’Leary, daglig leder for IDA Ireland,⁵⁰ at alle multinasjonale selskaper med fokus på eksportmarkedet, og som hadde fotfeste i Irland, betalte kroner null i bedriftsskatt (Irish Times, 25.5.13). Dersom inntekten til en bedrift i Irland kommer fra bedriftens egen patent, skattlegges inntektene med kun 6,25 %. Irlands inntekter fra bedriftsbeskatning utgjorde cirka \$ 47 milliarder i 2016, som tilsvarer 11 % av landets totale inntekter (Investopedia, 2017). Det er derfor insentiver for å beholde de multinasjonale skatteytterne gjennom å opprettholde en attraktiv skattelovgivning.

Da multinasjonale selskaper i all hovedsak bruker Irland som profittsenter for å bedrive overskuddsflytting⁵¹ til hjemlandet, har dette gitt et tilsynelatende forvrengt bilde av velstandsnivået i økonomien. Produksjonen av varer og tjenester virker positivt på landets BNP, mens overskuddsflyttingen virker negativt på bruttonasjonalinntekten (BNI). Irlands BNP har i den forbindelse fått mye omtale, men har blitt spesielt lagt merke til etter 2014. I 2015 viste det seg at Irlands BNP var eurosoneens nest høyeste per innbygger, etter Luxembourg (FT, 13.5.15).

For å utforme et mer “realistisk” bilde for økonomien, har irske statistikere utarbeidet et eget modifisert måltall på BNI, som de har valgt å kalle BNI*. Måltallet har sin hensikt å ekskludere overskuddsflyttingen mellom hjemland og utland i multinasjonale selskaper (FT, 18.07.17).

5.2.3 BNP, BNI og BNI*

BNI skiller seg fra BNP ved at det viser samlede inntekter til rådighet for innbyggerne og ikke bare totale inntekter generert av økonomien (FT, 18.07.17). BNI inkluderer derfor netto formuesinntekter fra utlandet og netto lønnsinntekter til privatpersoner fra utlandet. BNI

⁴⁹ Med EUs indre marked menes at alle medlemslandene i unionen skal utgjøre et felles hjemmemarked, der fri flyt av arbeidskraft, varer, tjenester og kapital på tvers av medlemslandenes grenser skal være et grunnleggende prinsipp.

⁵⁰ IDA Ireland er byrået som er ansvarlig for å tiltrekke og utvikle direkte utenlandsinvesteringer i Irland.

⁵¹ Overskuddsflyttingen tar for seg både låne- og dividendeutbetalinger som flyttes mellom høyrente- og lavrenteland, alt ettersom hva som er optimal kapitalstruktur.

kan med mer presist sies å være et mål på et lands samlede inntekter, og reduseres jo lavere netto lønns- og formuesinntekter fra utlandet er.⁵² Grunnet små, nærmest ubetydelige avvik mellom BNP og BNI i mange land, vil statistikere ofte bruke begrepene om hverandre. I Irland derimot, utgjør begrepene en uvanlig stor forskjell. I 2015 ble landets gjeld målt til 79 % av BNP, men til 100 % av BNI. Budsjettunderskuddet så heller ikke like bra ut lengre, der det lå på 1,9 % av BNP, men 3,4 % av BNI. Vi ser at forskjellen får en betydning når det kommer til Maastricht-kravet.

I 2016 viste BNP per innbygger at Irland var hele 20 % “rikere” enn USA. Dersom man måler med hesyn på BNI, viser det seg at dette ikke var tilfellet. Tom Healy, direktør for The Nevin Economic Research Institute⁵³ uttalte i forbindelse med offentliggjøringen av dette nye måltallet: “What it shows is that we’ve got a weird economy” (FT, 18.07.17).

På grunn av den betydelige forskjellen i BNP og BNI i 2015, begynte folk å stille spørsmål ved Irlands BNP. Den økonomiske veksten var da på 26 %, noe ingen andre land i verden var i nærheten av. I Financial Times (18.07.17) kom det imidlertid frem at den irske økonomien egentlig var en tredel mindre enn hva landets BNP tilsa. I et forsøk, fra irske statistikere, på å de-globalisere økonomien, har de utarbeidet et måltall de har valgt å kalle BNI*.⁵⁴ I BNI* har statistikerne utelatt alle faktorer som relateres til multinasjonale selskapene. En uttalelse om dette nye måltallet kom fra professor John Fitzgerald fra Trinity College Dublin: “What you’re trying to measure is the real income and output of real people living in Ireland” (FT, 18.07.17).

⁵² Dersom Irland har flere utlendinger innenlands, enn de har irer utenlands, blir netto lønns- og formuesinntekter negativ, og BNI blir mindre enn BNP. Det samme gjelder formuesplasseringer.

⁵³ En forskningsinstitusjon i Irland og Nord-Irland.

⁵⁴ BNI* oversettes fra GNI*, som står for modified gross national income.

5.3 Portugals økende arbeidsledighet og flukt fra landet

Portugal hadde i flere år før finanskrisen slitt med lav økonomisk vekst, høy arbeidsledighet, budsjettunderskudd og store lønns- og inntektsforskjeller blant befolkningen. Da finanskrisens gjorde sitt inntog i Europa fikk det ytterligere konsekvenser for økonomien, spesielt for arbeidsledigheten. Arbeidsledigheten økte fra 8 % i 2007, til det doblete fire år senere. Tilstandene i Portugal var så ille at flere tusen Portugisere emigrerte. På grunn av økonomiske og kulturelle fellesinteresser, ble Angola utpekt som et attraktivt land å emigrere til. Dette var blant annet fordi landene var handelspartnere og snakket samme språk. Ikke minst var Angola et oljerikt land i en økonomisk oppgangsperiode med en vekst på hele 15 % på denne tiden (The Guardian, 16.09.12). En portugisisk statsråd uttalte: "If people are unemployed they should leave their comfort zone and look beyond our borders" (The Guardian, 16.09.12). Det portugisiske arbeidsmarkedet har blitt drevet av en tradisjonell, arbeidskraftintensiv industri, som fikk konsekvenser da Kina og andre lavkostland begynte å eksportere til Europa.

Europeiske politikere ga uttrykk for å være mindre opptatt av arbeidsledighet. De så heller ut til å være mer opptatt av obligasjonsmarkedet og lav inflasjon, fremfor å innføre tiltak mot økende arbeidsledighet (Pettinger, 2014).

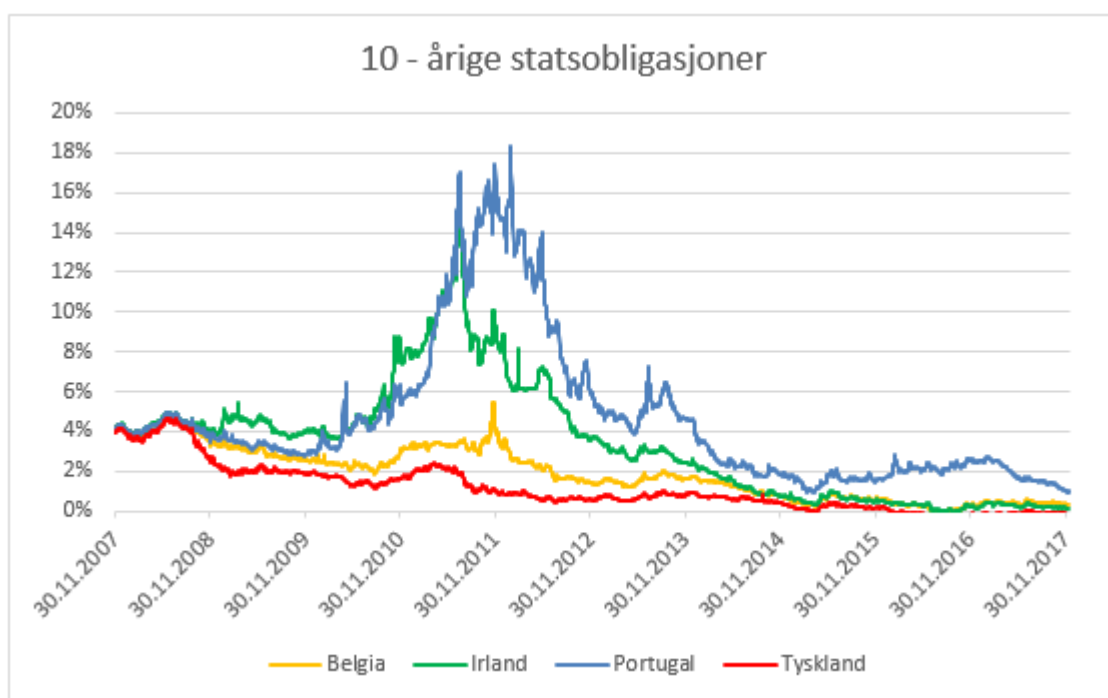
5.3.1 Pensjonsforpliktelser og nedgradering av kredittverdighet

Ved inngangen til finanskrisen hadde Portugal en gjeldsandel på 72 % og et budsjettunderskudd på 4 % av BNP. I tabell 1 så vi at forskjellen i brutto-og nettogjeld for Portugal var liten. Avviket som fremkom, besto sannsynligvis av en høy andel pensjonsforpliktelser; Vi fant at landet hadde 11,4 % av BNP i totale pensjonsutbetalinger i 2007, som i tillegg var høyere enn EU gjennomsnittet på 10,2 % (Eichhorst mfl., 2011, s.21).⁵⁵

Selv om gjeldsgraden til Portugal økte kontinuerlig frem mot finanskrisen, var likevel ikke den årlige økningen betydelig, og vekket derfor ikke mistanke hos folket. Et

⁵⁵. Irland hadde samme år 4 % av BNP i totale pensjonsforpliktelser.

budsjettunderskudd på 4 % var heller ikke uvanlig, da underskuddet hadde ligget nær dette nivået de siste 12 årene. Da finanskrisen inntraff, fikk Portugal en kraftig økning i den offentlige gjelden, som brøt ut i reaksjoner hos analytikere: “Portugal vil bli tvunget til å gå samme vei som Irland om ikke lenge” (E24, 8.1.11). En økende spread til tyske statsobligasjoner som begynte i 2007, indikerte at flere investorer mistet tillit til landet og deres nedbetalingsevne. Staten fikk derfor større likviditetsproblemer etterhvert som renten steg, og lånekostnadene ble større. På sitt høyeste lå statsobligasjonsrenten til Portugal på over hele 18 % (FT, 18.9.17).



Figur 7: 10-årige statsobligasjonsrenter, daglige noteringer for Belgia, Irland, Portugal og Tyskland i perioden 30.11.07-30.11.17.

Kilde: S&P Dow Jones Indeks

I mai 2011 ble det bestemt av Troikaen⁵⁶ å gi Portugal en redningspakke på € 78 milliarder. Redningspakken skulle brukes som kapitaltilførsel i banksektoren, og være stor nok til å dekke budsjettunderskuddet. Før de mottok lånet, måtte staten forplikte seg til å kutte

⁵⁶ IMF, EU (EC) og ESB

offentlige utgifter og selge statlige-eide aktiva, og heller nedprioritere kutt i lønninger og oppsigelse av arbeidstakere (WSJ, 5.5.11). To måneder senere, ble de langsiktige, portugisiske statsobligasjonene nedgradert til “junk” av Moodys. De gikk da fra vurderingen Baa1 til Ba2. Moodys begrunnet dette med at bailout lånet, gitt to måneder tidligere, ikke ville være tilstrekkelig for å løfte landet ut av krisen, og anslo at de heller ikke ville være i stand til å finansiere seg selv innen 2013. En tredje grunn til nedvurdering var bekymring rundt innstrammingsmålet, satt for bailout lånet to måneder tidligere. Moodys vurderte målet for å være for optimistisk, og mente Portugal mest sannsynlig ville trenge et nytt bailout-lån i 2013 (The Guardian, 6.7.11). Grunnen til at Portugal ikke opplevde en nedgradering før 2011, til tross for tydelige forverringer i flere makroøkonomiske variabler i lang tid før det, var fordi medlemskapet i EMU ble sett på som en garanti.

Da Portugal begynte salget av sine statlige eiendeler, så Kina en sjanse til å komme seg inn i det Portugisiske markedet. Av € 9 milliarder, som ble skapt gjennom oppkjøp av portugisiske eiendeler, sto Kina for nærmere halvparten. Bidraget talte nesten det dobbelte av målet på 5 milliarder, som ble satt for landet i det internasjonale bailout-programmet (FT, 6.10.14). Kina ble dermed den viktigste aktøren i privatiseringen av portugisiske selskaper. De kjøpte seg inn som minoritetsaksjonærer, for å kunne ta seg videre til ønskede markeder i Brasil, Angola og andre, tidligere portugisiske kolonier (FT, 6.10.14).

Portugals gjeld vokste betydelig utover finanskrisen, og staten måtte hente inn € 10 milliarder i gjeldsauksjoner. Det var imidlertid fallende interesse blant investorer og liten tiltro til landet, som ble videreført og reflektert gjennom høye renter. Ved en senere anledning oppsto rykter om inngrep fra ESB i kredittmarkedet. Til tross for ryktene, viste rentene ingen tegn til å oppføre seg i tråd med markedets forventninger. I håp om å senke renten, trådte ESB etter hvert inn i markedet og kjøpte opp portugisiske statsobligasjoner. For å håndtere kjøp og salg av statsobligasjonene, som ble en omfattende prosess, utviklet ESB en rekke detaljerte program for kjøp av diverse verdipapirer i årene 2010-2017.

5.3.2 Politisk ustabilitet i Portugal

Den kraftige veksten i portugisisk gjeld avtok fra 2012, som da hadde nådd 126 % av BNP. I løpet av to år hadde gjeldsgraden vokst til 131 %, og både EU og IMF mente på dette

tidspunktet, at Portugal måtte føre svært kontraktiv finanspolitikk, for å hindre ytterligere gjeldsgradsøkning. Landet påbegynte ulike innstrammingsiltak, men da en sosial-koalisjon overtok styringen i november 2015, valgte de å avslutte de påbegynte innstrammingerne. Kuttene førte til at den økonomiske veksten i landet begynte å øke. Portugal klarte i 2016 å innfri budsjettkravet, da underskuddet ble 2,1 % av BNP. Sosial-koalisjonens politikk innebar færre kutt og moderate lønninger. På denne tiden blomstret også turistnæringen i landet, som kan ha bidratt til den økonomiske veksten (Reuters, 16.02.16).

Ledere i Portugal har utpekt ineffektive byråkratier og politisk ustabilitet, som de faktorene med mest negativ effekt på økonomisk virksomhet i landet. Dette kom frem gjennom World Economic Forum (WEF) sin meningsundersøkelse i 2017 (WEF, 2017-2018). Dette kan vi kjenne igjen fra kriseårene i Portugal, da landet slet med synkende valgdeltakelse og hyppige politiske kriser. Portugal har også blitt utsatt for spekulering i hvorvidt bokføringen til landet har vært på det rene. I en artikkel utgitt av E24, peker sjefsøkonom i SEB, Stein Bruun, på at “mange er skeptiske til den underskuddsreduksjonen Portugal fikk gjennomført i fjor”. (Han referer til år 2010.) Bruun uttalte videre:

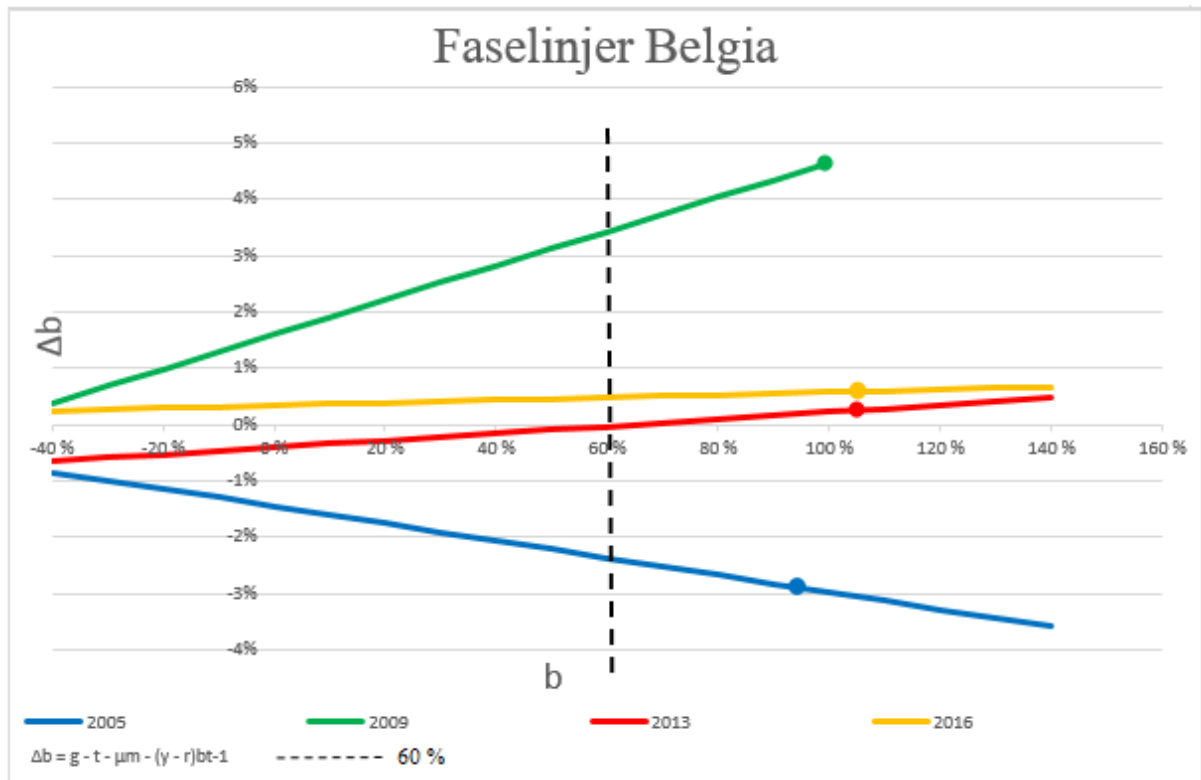
“En del av underskuddsreduksjonen skyldtes en engangsoverføring fra det portugisiske statlige telefonselskapet. De kuttene Spania har fått til har vært langt mer reelle, mens det ser mer kunstig ut i Portugal, der bokføringen er ganske kreativ.”
(E24, 9.03.11)

Hvorvidt det ligger noen sannhet bak denne uttalelsen er ikke studert nærmere i denne utredningen.

5.4 Faselinjer

I dette kapitlet presenterer vi faselinjer for Belgia, Irland og Portugal i årene 2005, 2009, 2013 og 2016. Årstallene er valgt med ønske om å trekke frem gjeldstilstanden til landene før under og etter krisen. Faselinjene illustrerer hvorvidt gjeldsgraden befinner seg i en stabil likevekt. Med andre ord, hvorvidt gjeldssituasjonen er bærekraftig på lang sikt. Endringen i gjeldsgrad utledes fra faseligningen, og vises i hvert enkelt fasediagram. Den stiplede, sorte linjen indikerer gjeldsgradskriteriet fra Maastricht-traktaten på 60 %. Prikken tilhørende hver faselinje, indikerer gjeldssituasjonen i landet i det respektive året, og hensyntar

endringen i gjeldsgrad fra året før. Realrenter er egne beregninger med utgangspunkt i budsjettbalanse, primærbalanse, gjeldsgrad og inflasjon, og forklares nærmere i kapittel 8.1, renteberegninger.



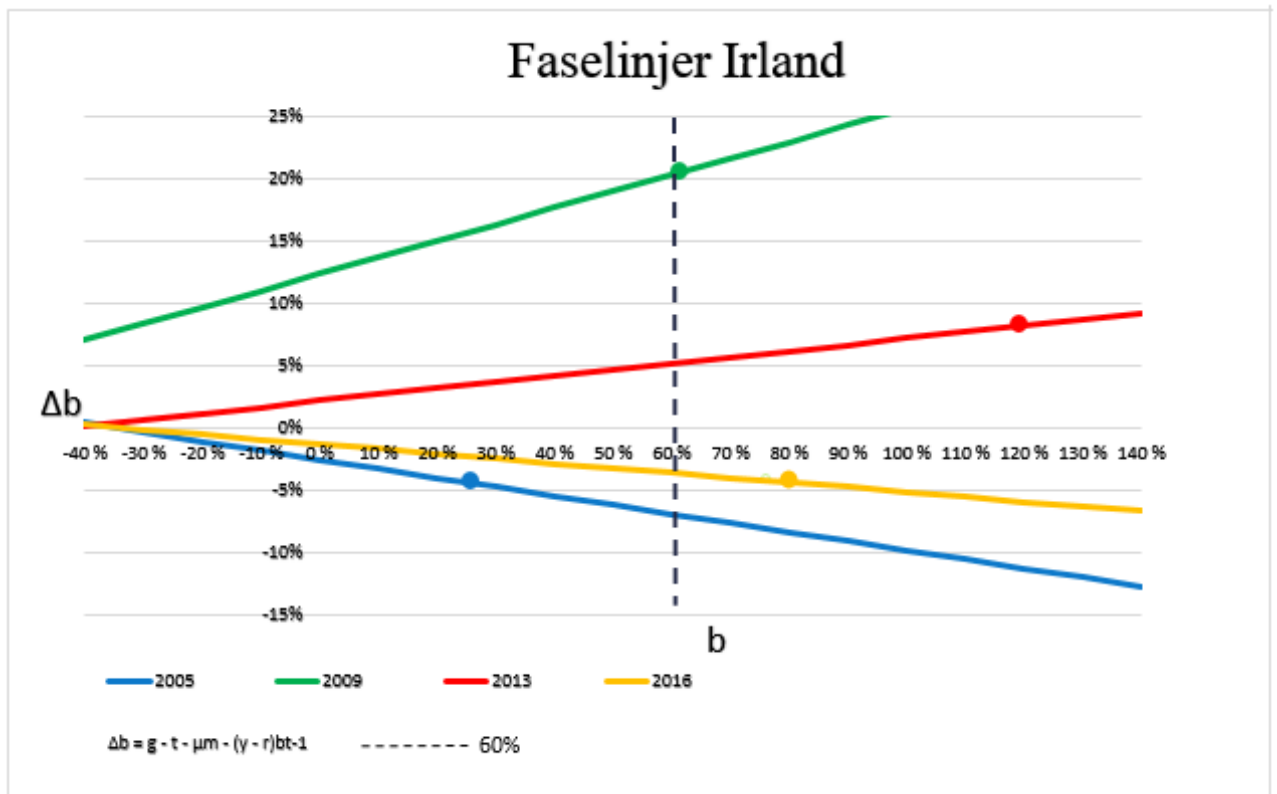
Figur 8: Faselinjer for Belgia i årene 2005, 2009, 2013 og 2016.

Det første som observeres fra figuren over, er at Belgias gjeldsgrad ligger langt utenfor Maastricht-kriteriet i alle fire årene, og endrer seg svært lite fra år til år. I 2005 var det gode økonomiske forhold i Belgia. Landet befant seg i scenario B med primæroverskudd, og en økonomisk vekst som var høyere enn realrenten. Landet var i en stabil likevekt, til tross for en høy gjeldsgrad.

I 2009 ser vi en sterkt uønsket situasjon i Belgia. De befinner seg i det minst attraktive scenarioet; C, med underskudd på primærbalansen og realrente høyere enn den økonomiske veksten. Dette kom hovedsaklig av den negative utviklingen i BNP. Bankkrisen i Belgia slo inn i 2008, men økningen i gjeld fra 2008 til 2009, var allikevel bare på 4-5 %. Dette kan indikere at bankkrisen ikke hadde så stor effekt på gjeldsakkumuleringen i Belgia, til tross for at staten reddet bankene. I tillegg ser vi at prikken, som indikerer situasjonen i 2009, ligger

langt vekk fra grafens krysningspunkt med x-aksen. Dette indikerer at landet var langt ifra å befinne seg i en gjeldsgradlikevekt.

I 2013 har landet gått over til scenario D. Etter finanskrisen klarte Belgia å snu et underskudd på primærbalansen til et overskudd. Faselinjens utforming indikerer at Belgia fortsatt var i en ustabil likevekt, men i mindre grad enn 2009. Den svake helningen på faselinjen indikerer at differansen mellom realrenten og den økonomiske veksten trakk seg tilbake. Dette kom av en positiv utvikling i BNP og reduserte renter. Situasjonen i 2016 er tilnærmet lik situasjonen i 2013, bortsett fra at overskudd ble til underskudd.



Figur 9: Faselinjer for Irland i årene 2005, 2009, 2013 og 2016.

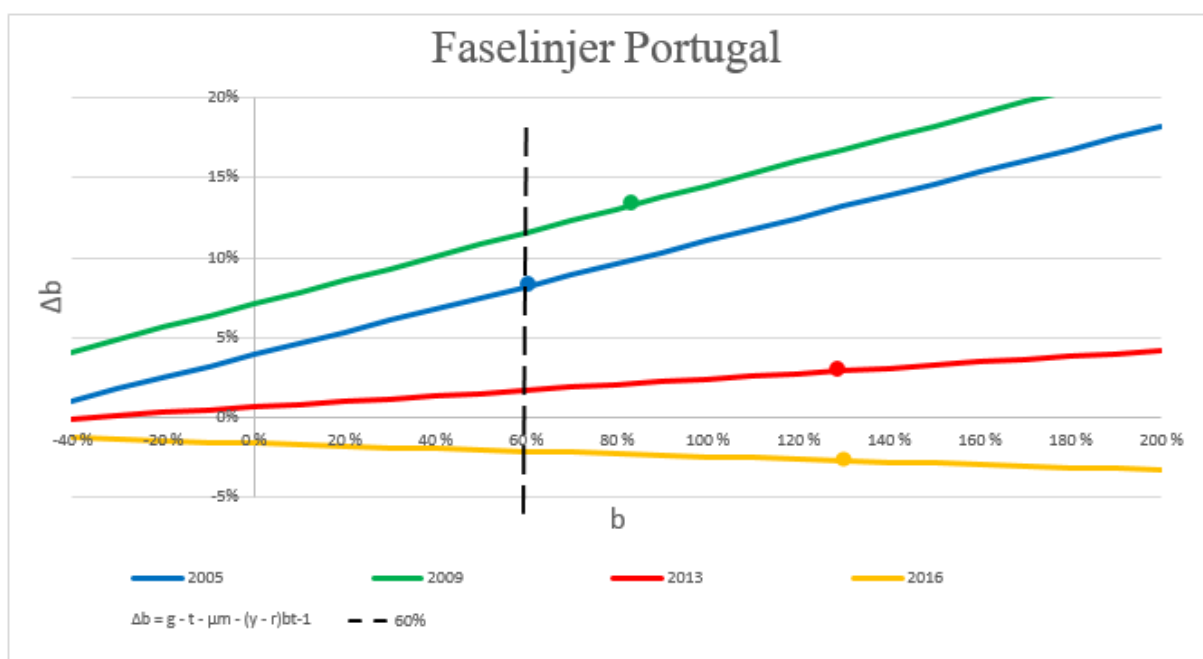
Irlands gjeldsgrad var i 2005 på kun 26 % og befant seg i en stabil likevekt. De hadde overskudd på primærbalansen og økonomisk vekst større enn realrenten. Landet var, som sagt tidligere, i en stor oppgangsperiode på denne tiden, med blant annet en vekst i BNP på 6 %. Arbeidsledigheten var på rekordlave 4,4 % i perioden fra 2002-2016, og i 2005 var Irland landet i EU med lavest arbeidsledighet (Ireland's national statistical office, 27.06.06). Helt

siden landets første statistikk om gjeldsgrad ble offentliggjort i 1995, har gjeldsgraden vært fallende mot 2005. Dette kan være en grunn til at det irske folk bar på mye optimisme på vei inn mot finanskrisen. Landets gjeldsgrad lå forøvrig også godt innenfor Maastricht-kravet.

I 2009 var situasjonen en annen. Landet befant seg i scenario C, med høyt primærunderskudd som overgikk budsjettkravet, og høye renter. I dette året ser vi effekten av både boligkrisen og bankkrisen, hvor gjelden økte med hele 20 %-poeng over bare ett år. Kraftig nedgang i BNP og økt arbeidsledighet preget også landet. Gjeldsgraden i 2009 lå på 62 %.

I 2013 har gjeldsgraden fordoblet seg fra 2009. Året viser virkninger av finanskrisen som økte gjeldsgraden til 120 %, det dobbelte av Maastricht-kravet. Økonomien viser imidlertid bedring etter mottak av redningspakker. Primærunderskuddet bedret seg, realrenten var fallende og utvikling i BNP er positiv.

I 2016 er økonomien omtrent tilbake til de gode tilstandene i 2005. Dette kom av at de hadde vært igjennom en treårsperiode med kraftig vekst i BNP. Vi ser likevel at økonomien fortsatt er preget av nedbetalinger på gjeld, da gjeldsnivået fortsatt befant seg utenfor Maastricht-kravet.



Figur 10: Faselinjer for Portugal i årene 2005, 2009, 2013 og 2016.

Som nevnt tidligere har gjelden til Portugal vært økende gjennom hele 2000-tallet. Økningen kom derfor ikke direkte fra finanskrisens virkninger. Med unntak av 2016 befant faselinjene seg i samme scenario, C. Portugal skiller seg fra Belgia og Irland ved at de i 2005 hadde et dårligere utgangspunkt for finanskrisen. Grunnet høy realrente og lav vekst i BNP, økte gjelden med nærmere 10 % fra 2004 til 2005. Både landets gjeldsgrad og primærunderskudd overskred allerede i 2005 Maastricht-kriteriet.

Portugals økonomi var preget av regjeringer med kortsiktig, ekspansiv politikk og økende arbeidsledighet. Dette ga utslag i gjeldsgraden i 2009, som økte med cirka 20 %-poeng fra 2005. For øvrig var 2009 bare en forverring av 2005, med større primærunderskudd og høyere gjeldsgrad.

Portugal fikk høyere lånekostnader under finanskrisen og økte gjeldsgraden i 2013 til 129 %. I 2013 var den årlige økningen i gjeld betydelig lavere, som et resultat av at landet mottok bailout lån og rentene sank.

Faselinjen til Portugal i 2016 viser en bedre situasjon i landet. Landet befinner seg i scenario B, og fikk endelig primæroverskudd. Dette kom trolig av forpliktelsen til å kutte offentlige utgifter ved mottakelse av bailout lån. Videre var BNP utviklingen positiv, arbeidsledigheten fallende og rentene hadde falt fra 2013. Situasjonen i 2016 utdypes nærmere i kapittel 5.7.

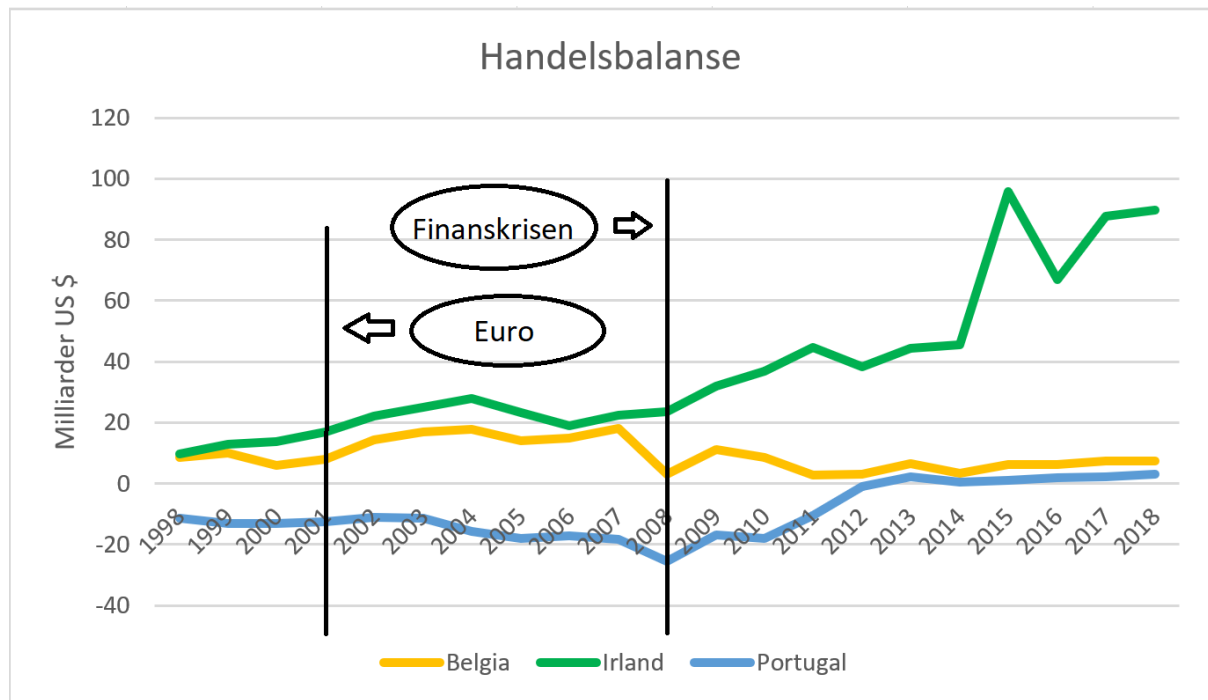
Med tanke på at faseligningen er en tilnærming, og ikke en eksakt sammenheng, egner den seg mindre godt for land med endring på mer enn 10 % fra foregående år i de respektive variablene. Dette var tilfellet for Irland i 2010, da primærbalansen endret seg med hele 20 %-poeng.

5.5 Handel

Ekspert og import, som tilsammen utgjør handelsbalansen til et land, er to av flere viktige faktorer å analysere i denne utredningen. Handelsbalansen er en del av driftsbalansen, og vil i tilfeller med overskudd, kunne bruke overskuddet enten til utlån og/eller til å øke valutareserver. Underskudd må dekkes ved enten reduksjon i valutareserver og/eller ta opp

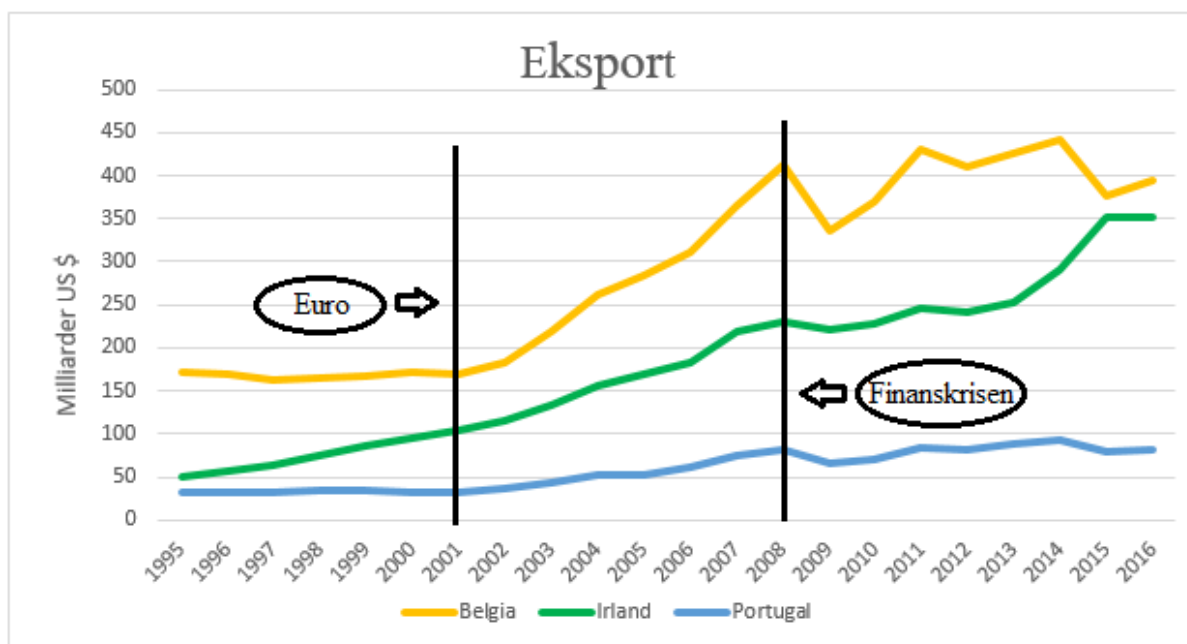
banklån, eller utstedte obligasjoner og sertifikater, hvor dette kan gi utslag i både offentlig og privat gjeld.

I diagrammene under er de respektive landenes handelsbalanser og eksport fremstilt.



Figur 11: Handelsbalansen for Belgia, Irland og Portugal i årene 1998-2018.

Kilde: OECD, Economic Outlook, Statistics and Projections.



Figur 12: Eksport, målt i milliarder USD for Belgia, Irland og Portugal i årene 1995-2016.

Kilde: The World Bank, National Accounts data og OECD National Accounts data files

I figuren ser man at innføringen av euro i 2001, ga relativt lite utslag på handelsbalansen til landene. Ser vi derimot kun på eksportsektoren, kommer endringen til syne. Data fra OEC⁵⁷ viser at både import- og eksportsektoren i Belgia økte betydelig etter innføringen av euro, mye grunnet en sentral beliggenhet i Europa. Kjemikalier, maskiner og biler, var og er fortsatt, de viktigste handelsvarene. Som en virkning av bankkrise og finanskrisen i landet, sank eksporten noe i 2009, men var allerede økende igjen fra 2010. I motsetning til mange av OECD landene, hadde Belgia en vekst i eksportsektoren på 6,1 % i 2016, og samme år utgjorde brutto eksport 95 % av BNP (OECD, 2017e, s.2). Til tross for at Belgia er et av Europas minste land, har det likevel utviklet seg til å bli et av eurosonens mest åpne økonomier.

Handelsbalansen til Irland var positiv gjennom hele 2000-tallet, en periode vi har omtalt tidligere som “Den Keltiske Tiger”. Kjemikalier, maskiner og transportutstyr var på denne tiden de største eksportvarene. Eksporten i landet fortsatte sin økende trend ved

⁵⁷ Observatory of Economic Complexity, som er et verktøy som tillater brukere til raskt å komponere en visuell forestilling om land og produkter de importerer og eksporterer. Link finnes i litteraturlisten, OEC.

innføringen av euro, og i en rapport fra NTMA⁵⁸ (Purdue og Huang, 2015, s.10) kommer det frem at de siste 15 årene har eksporten av varer stagnert i Irland. Eksport av tjenester har dermed tatt mer og mer over, etterhvert som multinasjonale selskaper har etablert seg i landet. Purdue og Huang (2015, s.7 og s.10) peker blant annet på eksport av kunnskap, i form av datatjenester og forretningstjenester, som viktig for Irland. I det siste tiåret kan vi derfor observere en gradvis overgang fra varer til tjenester i eksportsektoren.

Finanskrisen påvirket handelsbalansen positivt. Dette var ikke grunnet økende eksport, men derimot synkende import, som et resultat av lavere etterspørsel i landet.

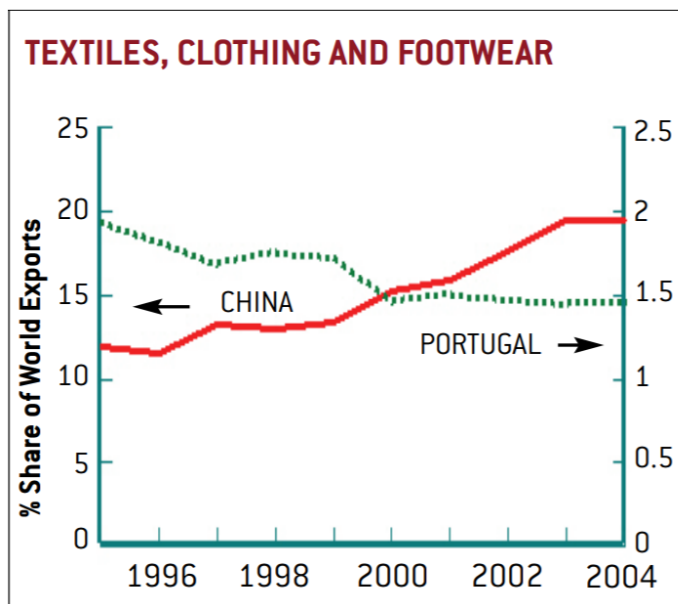
I årene rundt innføringen av euro, slet Portugal med en negativ handelsbalanse på mellom 10- og 20 % av BNP. Introduksjonen av en felles valuta skapte problemer for konkurranseevnen til landet. I 1999 var den portugisiske effektive realrenten høyt over likevektsverdien, som førte til en overappresiert reell vekslingskurs (Leao og Palacia-Vera, 2011, s.9). Landet startet derfor medlemskapet i EMU med en svak konkurranseevne. Allerede før introduksjonen av euroen, mistet Portugal markedsandeler i tekstilbransjen til fordel for Kina og andre Øst-Europeiske land. Viktige eksportvarer, som tekstiler og sko, utgjorde tidlig på 1980-tallet, nesten en tredel av landets totale eksport. På grunn av synkende etterspørsel etter portugisiske varer på 1990- og 2000-tallet, var tilsvarende andel mer enn halvert i 2008.

Tyskland hadde i årene før 2000, vært den viktigste importøren av portugisiske varer (OEC Visualization), men etter at Kina ble medlem av Verdens handelsorganisasjon (WTO) i 2001, ble Kinesiske varer substitutter for portugisiske varer, grunnet stor prisforskjell. Fra 2003 og frem til finanskrisen, tapte Portugal 33 % av markedet til fordel for Kina og Sentral- og Øst Europeiske land innenfor daværende EU⁵⁹ (Leao og Palacia-Vera, 2011, s.9). En årlig gjennomsnittlig vekst i import på 4 %, som tilsvarte mer enn det dobbelte av innenlandsk etterspørsel under første tiår av 2000-tallet, førte til ytterligere nedgang i handelsbalansen

⁵⁸ National Treasury Management Agency, som forvalter eiendeler og forpliktelser på vegne av den irske regjeringen.

⁵⁹ Dette var EU15, som refererer til de 15 landene var medlem av EU på denne tiden.

frem mot finanskrisen. Portugal ble i tillegg rammet av høy inflasjon på starten av 2000-tallet, som bidro til en ytterligere reduksjon i etterspørselen etter både innenlandske og utenlandske varer. I Figur 13 under, belyses endringen i eksportandel for Kina og Portugal i verdens eksportmarked.



Source: UNCTAD

Figur 13: Kina og Portugals eksportandel av tekstiler, klær og skotøy i verdensmarkedet i årene 1996-2004.

Kilde: Ahearne, (2006) s.4.

I 1993 ble det etablert en form for avtale,⁶⁰ der det skulle innføres en gradvis eliminerings av eksportkvoter på tekstiler, klær og skotøy i perioden fra 1995-2005. Dette var uheldig for Portugal, med hensyn til at dette var svært viktige eksportvarer, i tillegg til at landet da ikke kunne matche de lave arbeidskostnadene fra land i Øst-Europa og Asia. Avtalen gjorde at Kinas markedsandeler i EU økte, til tross for at dette var i tiden før felles valuta i EU, og Kinas medlemskap i WTO. I 1993 utgjorde tekstiler, klær og sko 40 % av total eksport i Portugal. Seks år senere var tilsvarende tall 25 %. Nedgangen fra 1993 var bratt i årene frem mot finanskrisen, da eksporten av disse varene sank ytterligere til 14 %. (Bank of Portugal, henvist til i Leao og Palacia-Vera, 2011, s.12).

⁶⁰ The Uruguay Round Agreement. For mer informasjon, se Fieleke (1995)

Ikke bare mistet Portugal markedsandeler hva gjelder tekstil. De tapte også markedsandeler i kjøretøy- og elektronikkindustrien. Portugal kunne ikke lengre måle seg med de lave arbeids- og lønnskostnadene i Asia og Sentral-og Øst-Europa (Bank of Portugal, henvist til i Leao og Palacia-Vera, 2011, s.12). Portugiserne forsto etter hvert at eksportsektoren måtte moderniseres. Gradvis byttet de ut deler av vareeksporten med eksport av tjenester, som i 2009 sto for 33 % av total eksport. Tjenesteeksporten ble over tre ganger så stor som eksporten av tekstil, klær og skotøy, som i 2009 utgjorde 9,5 % (Leao og Palacia-Vera, 2011, s.13). Ut i fra grafen, ser vi at Portugals eksportverdi nærmest doblet seg fra 2001 og frem mot finanskrisen. Allikevel var dette en mindre økning, sammenlignet med Belgia og Irland. Leao og Palacia-Vera (2011, s.14) påpeker to årsaker som gjorde opp for Portugals tapte markedsandeler; en utmerket gjennomføring av tjenesteeksport og stagnasjonen av innenlandsk etterspørsel etter utenlandske varer.

5.6 Diskusjon

I dette kapitlet diskuterer vi funnene i analysen. Vi belyser i hvilken grad landenes vei til finanskrisen kan beskrives ved Troupin mfl. samt Kindlebergers og Aligers teori, som ble presentert i kapittel 2.2. Deretter diskuterer vi interessante spørsmål som dukket opp underveis i skriveprosessen.

Ved sammenligning av landene med Troupin mfl. sine tre steg i tiden før finanskrisen, finner vi at både Belgia og Irland gikk gjennom steg 1: bankkrise. I Irland sitt tilfelle kom bankkrise som et resultat av en boligkrise. I Belgia var bankkrisen heller et resultat av bankenes eksponering mot utenlandsposisjoner. Portugal, på sin side, opplevde verken bankkrise eller boligkrise. Markedet i Portugal var i større grad preget av fattigdom, høy inflasjon og mindre attraktive rentevilkår. Dette kan være grunner til at portugiserne ikke tok opp lån i like stor grad, som for eksempel irene.

Steg 2 tar for seg drastisk nedgang i BNP og sysselsetting. Da det ikke fremkommer av Troupin mfl. hva som er drastisk, vurderer vi dette subjektivt, ved å sette landene opp mot hverandre. Vi kan argumentere for at en drastisk nedgang i BNP og sysselsetting, var tilfelle i Irland, slik det fremkommer av figur 4 og 5. Både Portugal og Belgia ble i liten grad rammet. Ledighetsraten i Belgia var stabil, noe myndighetene klarte å opprettholde gjennom finanskrisen, ved å subsidiere sysselsettingen. Det er verdt å nevne at Belgias arbeidsledighet, over flere år før finanskrisen, var usedvanlig høy, til tross for generelt høyt velferdsnivå

sammenliknet med Irland og Portugal. Stabil sysselsetting var derimot ikke tilfellet i Irland og Portugal. I Irland økte arbeidsledigheten kraftig, da staten likviderte bankene etter boligkrisen, som gjorde at de ikke lengre hadde råd til å lønne sine ansatte. Den sprukne boligboblen førte også med seg en negativ utvikling i BNP. I Portugal steg arbeidsledigheten jevnt, da landet ble tvunget til å si opp ansatte i tekstilindustrien. Grunnet drastisk nedgang i sysselsetting, men kun moderat nedgang i BNP, på lik linje med Belgia, kan vi kun bevise at Portugal delvis har oppfylt steg 2.

Steg 3, budsjettkrise, beskrives av Troupin mfl. som overdrevne budsjettunderskudd, hvor staten responderer med budsjettkutt. Troupin mfl. påstår at en begrenset budsjettkrise skjedde i Belgia fra 2008-2012. Hvorvidt vi stiller oss bak denne påstanden kommer ann på hvilken benchmark som legges til grunn. Sammenligner vi Belgia med PIIGS-landene, ser vi at budsjettunderskuddet til Belgia, som lå på cirka 5 %, var hele 6 ganger mindre enn budsjettunderskuddet til flere av PIIGS-landene. Sammenligner vi derimot med Belgias tidligere budsjettbalanse, som har ligget godt innenfor Maastricht-kravet, kan vi allikevel si oss enige med Troupin mfl., men da fra 2009 og ikke 2008, slik Troupin mfl. hevder. Irland og Portugal har slitt med betydelige budsjettunderskudd. Den irske stat hadde trolig lite til overs etter likvideringen av bankene, da dette kostet flere milliarder. Redningspakken ble brukt til å rydde opp i statsfinansene. Portugal fikk en ytterligere forverring av budsjettunderskudd i 2009. Staten hadde store offentlige utgifter som følge av fattigdom, i tillegg til at det kostet å endre eksportsektoren. Dette fikk negative virkninger på landets budsjettbalanse. Vi kan med bakgrunn i dette, si at alle landene oppfylte steg 3, budsjettkrise.

Da boligboblen sprakk i Irland, i 2007-2008 og banksektoren kollapset, kjennetegnes Kindleberger og Alibers tredje fase til krise; krakk. Det første steget, som omhandlet store låneopptak både i privat og offentlig sektor, opplevde Irland allerede tidlig på 2000-tallet. Den andre fasen kom tidlig i 2007, da enkelte innså at det var en boligboble, og prøvde å selge seg ut av markedet. Generelt i befolkningen var det liten frykt for at boligprisene var overvurdert, og da krakket kom i 2007, skulle dette vise seg å bli starten på en kraftig gjeldsøkning i årene fremover.

Kindleberger og Alibers steg viser seg å passe svært godt til det irske hendelsesforløpet. I Belgia og Portugal, finner vi ikke bevis for at disse stegene har skjedd.

Dette kan begrunnes med at det var betydelig høyere renter i Belgia og Portugal, som gjorde at investeringstilbøyeligheten til innbyggerne var lavere, og videre førte til at de ikke tok opp betydelige lån, slik som irene.

Videre diskuterer vi spørsmål som dukket opp underveis i utredningen, da vi så at gjeldskrisens omfang og kostnader, varierte mellom landene. I Belgia måtte staten redde bankene, men det fikk mindre betydning senere, da de slapp unna høye lånekostnader og redningspakker. I Irland var omfanget av gjeldskrisen større, som følge av tap i både privat- og offentlig sektor. Kostnadene ble derfor større, da staten valgte å redde bankene fra konkurs, i tillegg til å garantere for innskuddene. I Portugal var bankene mer risikoavers, og det var heller politikken i landet, som kan bebreides for å ha stått bak forløpet til gjeldskrisen.

Hvordan klarte Belgia å holde gjeldsgraden så stabil gjennom finanskrisen?

Til tross for den høye gjeldsgraden i Belgia både før, under og etter finanskrisen, har vi sett at økonomi har fremstått mer stabil, enn økonomien i Irland og Portugal. Hvorfor den belgiske gjeldsgraden ikke økte i takt med resten av Europa, kan begrunnes ved at de ikke hadde en boligkrise, og at de førte en motsyklisk finanspolitikk. Allikevel måtte staten rydde opp i en omfattende bankkrise. Hvorvidt denne kunne vært avverget ved mer nøyaktig bruk av stresstestene, kan diskuteres. Det fremkommer av BBC (6.10.11) at stresstestene ikke tok hensyn til bankenes eksponering i PIIGS landene og andre trøblete eurosone-økonomier, som gjorde at bankene fikk godkjente stresstester.

En tredje grunn var landets tidligere overskudd på driftsbalansen, som gjorde at belgierne hadde klart å opparbeide seg betydelige finansielle fordringer i utlandet, hvor disse overgikk utlendingenes finansielle fordringer i Belgia (FT, 20.08.15). På tross av at en stor andel av fordringene var plassert i privat sektor, virket dette også betryggende i offentlig sektor. Dette ser vi er i sterk motsetning til den private sektoren i Irland, som var kraftig gjeldstynget, med lån som til tider utgjorde 100 % av boligverdi.

Hvorfor har det aldri fått konsekvenser for Belgia at de har en gjeldsgrad langt utenfor kravet i EMU?

Allerede i forhandlingene rundt dannelsen av EMU, hadde syv av tolv medlemsland i EU gjeldsgrad høyere enn kravet på 60 %. Kravet hadde slingringsmonn, som tilsa at det fortsatt var godkjent dersom gjeldsgraden hadde avtatt betydelig, og var forventet å nå referanseverdien innenfor en tilfredsstillende tidsperiode. Til tross for høy, og i noen tilfeller økende gjeld, godkjente Europakommisjonen i alt 12 land i EU, for tilgang til EMU. Belgia var blant landene med gjeldsgrad over 60 % på denne tiden, og var ikke i nærheten av å nå referanseverdien i løpet av en tilfredsstillende periode. Likevel fikk de inngang i EMU, da de allerede hadde innført reformer og tiltak for å senke gjeldsgraden. Da Europakommisjonen avgjorde hvilke land som skulle få medlemskap i EMU, var de ennå ikke klar over Belgias misvisende bokføring, og landet var allerede “stemplet med ja”.⁶¹

Videre kom det frem ved innføringen av euro noen år senere, at svært få land ville klare å overholde kravene i Maastricht-traktaten. Flere land har derfor vært utenfor kravene i traktaten, uten konsekvenser.

Belgia har stadig blitt bedt om å redusere den høye gjeldsgraden, med bøter og overvåkning som konsekvenser, dersom de ikke ville innfri den forventede endringen. Landet blir vurdert for en periode av gangen, og dersom landet ser ut til å ha gjort en innsats, selv om de ikke har nådd målet, kan bøter allikevel unngås. Det fremkommer av rapporter fra EU, at Belgia har hatt en tilfredsstillende reduksjon, innenfor den perioden EU har observert landet. Belgia har derfor gang på gang unngått EDP, bøter og streng overvåkning.

Hvorfor kom ikke nedgraderingen fra kredittbyråene tidligere, til tross for både økende gjeldsgrad og budsjettunderskudd?

PIIGS-landene, spesielt Hellas, har i flere år hatt en finanspolitikk som har vært mindre bærekraftig. Dette tilsier at landenes statsobligasjoner burde fått nedgradert sin kredittverdighet til et lavere nivå enda tidligere. Kredittvurderingsbyråene kom ikke med

⁶¹ Dette gjaldt også Frankrike, Italia og Hellas på denne tiden, og ga alle landene fri vei inn i EMU.

nedgraderingen før godt inne i finanskrisen. I tillegg ble landene ofte bare rangert ned étt eller to hakk, slik som var tilfelle i Belgia og Irland. Portugal på sin side, ble vurdert ned med fire hakk.

For Irland ble statsobligasjonene vurdert ned fra AA til AA-, i 2010 (BBC, 25.8.10), da landet hadde et budsjettunderskudd på hele 32 % og gjeldsgraden var sterkt økende i en ustabil likevekt. Dette skulle tilsi at vurderingen burde vært vesentlig mer kritisk. S&P begrunnet vurderingen med: "a very strong capacity to meet financial commitments" (S&P 26.6.17). For Portugal sitt tilfelle, viste nedgraderingen sterkere negative signaler. Statsobligasjonene ble nedgradert til "junk" i 2011. Da var gjeldsgraden på omtrent samme nivå som Irland, men budsjettunderskuddet var bare halvparten så stort.

For Belgia var kredittvurderingen allerede på AA+ i 2011, før den ble nedvurdert til AA. AA var likevel høyere enn vurderingen av Irland og Portugal, til tross for at Belgia hadde en høyere gjeldsgrad frem til 2010. Men hvorfor kom nedgraderingen så sent i finanskrisen, til tross for både økende gjeldsgrad og budsjettunderskudd? Ser vi tilbake på figur 7, kan det virke som at markedet oppfattet EMU medlemskapet som en garanti for statsgjelden, til tross for no-bailout klausulen.

Burde gjeld måles som andel av BNP?

Videre har gjeldsgraden til Irland, siden 2009, vært utenfor Maastricht-kravet. Vi har sett at BNP i landet er et lite realistisk mål for hva innbyggerne i landet har til disposisjon, og det kan derfor stilles spørsmål hvorvidt gjeld målt som andel av BNP, er et godt mål. Den irske gjelden målt ut ifra BNP overskred Maastricht-kravet på 60 % i 2009, men målt ved BNI, ville gjeldsgraden mest sannsynlig overgått kriteriet på et mye tidligere tidspunkt. Dette kunne muligens ført til at myndighetene i landet tidligere, ville observert negative signaler, og handlet deretter. Videre ser vi at gjeldsgraden falt betydelig fra 2013, som forøvrig var en periode med eventyrlig vekst i BNP. Den vesentlige nedgangen av gjeld målt som andel av BNP, kommer derfor heller som et resultat av sterkt økende BNP, fremfor betydelig nedgang i gjeld. Dette er det særlig forekomsten av multinasjonale selskaper som står bak.

Hvordan påvirket innføringen av euro og Kinas inntreden i det europeiske markedet, Belgia, Irland og Portugal?

Vi har sett at eksportvarene i Belgia holdt seg uforandret da euroen ble felles valuta i EU, og Kina kom inn på det europeiske markedet. Portugal, som eksporterte noen av de samme varene som Belgia, hovedsaklig biler, fikk derimot en betydelig endring i eksportsektoren. Landet mistet markedsandeler til fordel for Kina, og ble nærmest tvunget til å begynne og eksportere tjenester, fremfor varer. Dette kan tilsi at Belgia hadde en bedre posisjon i markedet, som ga landet sterkere konkurranseevne. Til tross for at det i utgangspunktet var Kina som førte til dårligere tilstander i den portugisiske økonomien, var det paradoksalt nok de, som i stor grad, hjalp Portugal med å unngå konkurs i landet. Dette grunnet deres oppkjøp av statlige aktiva i Portugal.

I Irland gikk eksportsektoren gjennom en stor endring da eksporten av varer nærmest stagnerte. Utenlandsinvesteringene, som sto for den store økningen i eksport på 2000-tallet, tok nærmest over for varehandelen. Inntekten fra eksport økte kraftig som følge av endringen i eksportsektoren og vi kan ikke se at Kinas inntreden i EU påvirket handelen i Irland i særlig stor grad.

5.7 Fremtidsprognoser og veien videre

Boligprisene i Belgia har ennå ikke har nådd et vendepunkt, og er fortsatt stigende. Tidligere har lånepolitikken i Belgia vært konservativ, noe det kan tyde på at den fortsatt er, ettersom prisene ennå ikke har nådd et vendepunkt. Skatt på inntekt er fortsatt høy, og nettoinntekten for å betjene gjeld er derfor relativt lav. Med bakgrunn i dette kan vi anta at låneopptak fremover vil fortsette å være moderate.

Det Belgiske finansmarkedet har gjennomgått, og gjennomgår fortsatt, ytterligere forbedringer etter mangel på tilstrekkelig finanstilsyn og reguleringer under finanskrisen. Flere belgiske reformer har blitt utviklet for å sikre økt risikostyring og forbedret likviditet. Stresstestene forekommer oftere enn før, etter at EUs finanstilsyn konkluderte med at det er et større behov for kontroll, enn hva det var tidligere.

I 2013 valgte også belgiske myndigheter å implementere strengere budsjettrestriksjoner. Tiltaket ble gjennomført i samarbeid med EU, og gikk ut på å integrere stabilitetsprogrammet til EU i den belgiske lovgivningen. Formålet var å sikre mer effektiv bruk av ressurser i fremtiden. Reglene innebar begrenset bruk av budsjettet i tiden fremover, og et tak for hvor mye som kunne brukes i en gitt periode. I tiden fremover ventes derfor en bedre oppfølging og korrigerende avvik i budsjettet.

Belgia er det andre landet i Europa, etter Irland, som har utstedt 100 års obligasjoner i privatmarkedet. Bare én måned etter at selskaper i Irland solgte denne typen obligasjoner, valgte selskaper i Belgia å gjøre det samme. Etter at statsobligasjonsrentene nådde rekordlave nivåer i 2016, ble investorene mer villig til å investere over en lengre løpetid. Dette kunne antyde at de hadde forventninger om lav inflasjon i flere år fremover. Senior strategist i BNP Paribas, Patrick Jacq, uttalte i den forbindelse:

“In some ways I hope the issuers and investors making this bet are wrong. If they are right, it means that we are going to be stuck in a low inflation, low growth environment for decades and decades” (FT, 26.0416).

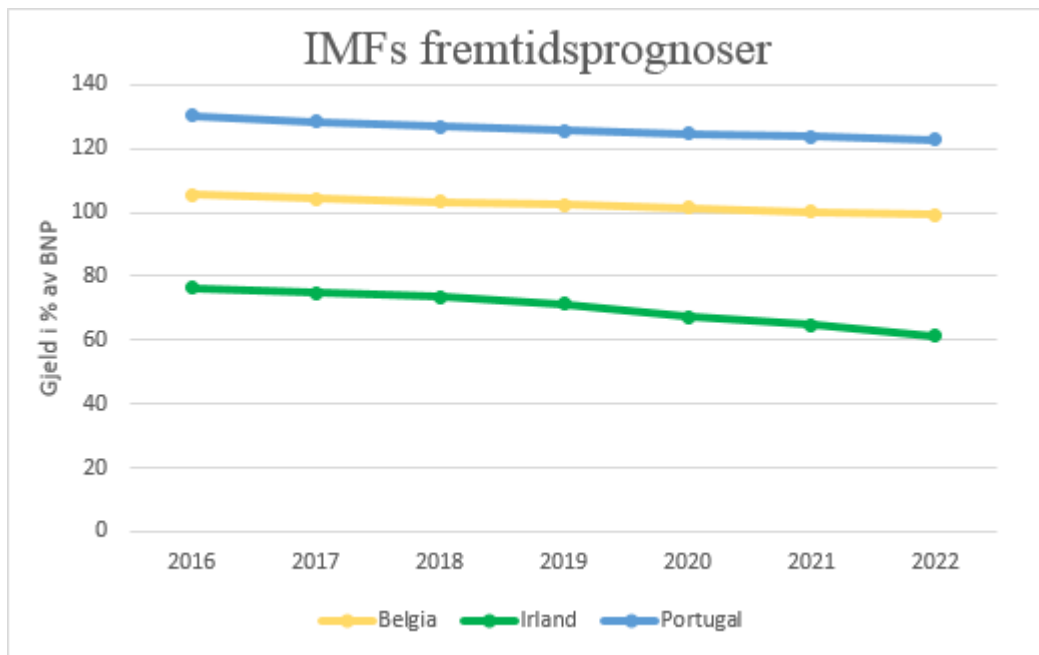
I den moderne verden har det også vokst frem nye typer risiko, som påvirker økonomien. I mai 2016 ble Brussel påført et uventet terrorangrep. Dette kostet staten høye utgifter i form av økt sikkerhet. Norsk-Belgia ekspert, Øyvind Strømmen, mener at angrepet har en sammenheng med landets føderale system, som han mener er et politisk og administrativt kaos. Financial Times uttalte tilsvarende, at det politiske systemet er kronisk dysfunksjonelt. Norges utenrikskommentator i Belgia skriver i VG (24.11.15) om store byområder i Belgia som sliter med høy arbeidsledighet og høyt utenforskap. I byområdet Molenbeek i Brussel, bor det 95 000 mennesker fra nesten 100 ulike land, som er beryktet for høy arbeidsledighet, kriminalitet og dårlige, underfinansierte skoler. “40 prosent av de unge er uten arbeid i et av de fattigste områdene av Belgia”, uttaler statsminister i Belgia, Charles Michel. Økende kriminalitet er ikke bare et betydelig problem for Belgia, men også for et Europa med åpne grenser (VG, 24.11.15).

På bakgrunn av dagens generelle situasjon og fremtidsutsikter, kan vi anslå at en solid politikk, og trygge finansmarkeder vil prege belgisk økonomi i tiden fremover. Allikevel vil mest sannsynlig den politiske makten og arbeidsledigheten fortsette å være en utfordring i landet. IMFs fremtidsprognoser for Belgia, tilsier en svak nedgang i gjeldsgrad, og forutsees i 2022 å ligge på cirka 100 %.

I Irland er veksten igjen på vei opp, og er nå høyere enn veksten hos flere av de hardest rammede landene i Europa. Landet har returnert til obligasjonsmarkedet, og fått oppgradert kredittverdigheten fra Moodys (EU, 2017b). Europarådet legger frem prognoser for den irske økonomien, med kommentarer om at økonomien vil fortsette å være sensitiv overfor endringer i rentemarkedet. I tillegg vil den avhenge av endringer i politikken for multinasjonale selskaper (EU, 2017b).

Flyleasing har de siste fire tiår vært en stor suksess, og Irland blir sett på som en ledende global "hub" for flyleasing. Sammen med USA er de størst på markedet i denne bransjen (Osborne-Kinch mfl., 2017, s.58). I de senere år har veksten i flyleasingsbransjen balansert på en stigende kurve. Økonomer spår at bransjen vil fortsette å vokse, men at den samtidig vil støte på konkurranse internasjonalt, deriblant fra Kina. Det forventes at Kina skal investere enda mer i denne bransjen, og ta en tredel av markedet innen 2022 (FT, 30.10.17). Vi har tidligere sett at Kina utkonkurrerte Portugal i tekstilbransjen, og det blir spennende å se om Kina også vil utkonkurrere Irland i flyleasingsbransjen.

Ved utgangen av 2017 ligger gjeldsandelen til Irland på cirka 70 %, og IMF's prognoser for de neste fem årene i figur 14 er gode, sammenlignet med de to andre landene. Videre i prognosene er det anslått en forventet økonomisk vekst i Irland på 3,4 % i 2018 (Irish Independent, 11.10.17). OECD uttaler også i sin månedlige rapport fra november 2017 at Irland er ventet å ha en robust økonomisk vekst, særlig på grunn av økt innenlandsk etterspørsel (EU, 2017b, s.1). Arbeidsledigheten i landet antas å være synkende, og 10-årige statsobligasjonsrenter forventes å sammenfalle med de tyske, som er et godt tegn for fremtiden.



Figur 14: IMF's fremtidsprognoser for utvikling i gjeldsgrad for Belgia, Irland og Portugal i årene 2016-2022.

Kilde: IMF

En mulig grunn til at Portugal har prestert godt på hjemmebane de siste årene kan være at arbeidere som forlot landet, for å skaffe seg arbeid etter finanskrisen, kom tilbake. IMF forutser videre at budsjettunderskudd og økonomisk vekst vil ligge på henholdsvis 1,5- og 2 % av BNP i 2018. I figur 14 ser vi at landet forventes å ha en gjeldsgrad i overkant av 120 % i 2022.

I mai 2017 ba Portugal om lov fra EU til å tilbakebetale € 10 milliarder til IMF før den opprinnelige fristen. 30.juni.2017 skrev nyhetsbyrået Reuters, at Portugal hadde foretatt en tidlig tilbakebetaling til IMF på 40 % av gjelden, som var ment for tilbakebetaling i 2018. Hovedgrunnen var bedre lånevilkår i obligasjonsmarkedet, som gjorde at Portugal ville foreta refinansiering. Portugals styringsmakter annonserte at de ville ta opp lån på mellom € 14- og 16 milliarder i 2017. Mellom januar og juli hadde de allerede tatt opp € 12 milliarder. (Reuters, 22.09.17)

I juni 2017 ble EDP avsluttet av Europarådet, da Portugals budsjettunderskudd nådde kravet på 3 % i 2016. I den forbindelse forventet den Portugisiske finansministeren økt kredittverdighet på landets statsobligasjoner allerede innen utgangen av året (ECONews, 26.05.17). Da landet kom seg ut av EDP, ble statsobligasjonene oppgradert til "investment

grade” av S&P i september samme år. Kredittverdigheten hadde da vært “junk” siden januar 2012. Dette ble sett på som et sikkert tegn på at unionen var på vei til å bli en “frisk” økonomi (FT, 18.09.18). I juli 2017 uttalte statsministeren i Portugal, Antonio Costa: *"This year, we're going to have the biggest economic growth ever registered in the 21st century"* (CNBC, 2.08.17). Dette tyder på allerede høy optimisme hos den portugisiske regjeringen.

Av det resterende lånet, som totalt var på € 26 milliarder, klarte Portugal å tilbakebetale € 2,8 milliarder til IMF i begynnelsen av november 2017. Etter denne innbetalingen hadde landet tilbakebetalt 76 % av opprinnelig lån. I løpet av 2019 har landet et mål om å tilbakebetale all utestående gjeld til IMF, som opprinnelig har forfall i år 2021. (ECONews, 17.11.17). Til tross for store nedbetalinger av gjeld det siste året, har Portugal fortsatt en lang vei å gå mot å bli en “frisk” og bærekraftig økonomi, da nedbetalingene har blitt finansiert ved nye låneopptak. Tall hentet fra Eurostat, viser at Portugals gjeld har økt mest i hele eurosonen, sett bort i fra Hellas, fra første til andre kvartal dette året. I andre kvartal var Portugals gjeldsgrad den tredje høyeste i hele EU (ECONews, 24.10.17).

I november 2017 hadde Portugal en gjeldsgrad på cirka 130 %. OECD og IMF har sendt ut bekymringsmelding om at den portugisiske økonomien fortsatt er følsom overfor eksterne sjokk, og rettet seg spesielt mot den finansielle sektoren i landet. IMF la frem følgende råd: “Countries with high debt such as Portugal should take advantage of the improvement in their economy to create a budgetary pillow, preventing future shocks like an increase of ECB’s interests.” (ECONews, 13.11.17).

Det er ventet at “Public Sector Purchasing Programme” som Portugal, per dags dato er inne i, vil ta slutt innen utgangen av dette året. Utgangen vil skje gradvis for å unngå forstyrrelser i finansmarkedet (ECO news, 6.06.17)

I år 2019 vil flere lokalvalg avholdes i Portugal. Partiprogrammene innebærer blant annet økte utgifter til sosiale sikkerhetstiltak, og en slankere innstrammingspolitikk (CNBC, 2.08.17). Hvorvidt dette vil ha en positiv eller negativ effekt på landets gjeldsgrad fremover gjenstår å se.

6. Konklusjon

Denne utredningen har vist at viktige hendelser som påvirket Belgisk økonomi var bankkrise, budsjettkrise og politisk krise. Landet hadde tidlig en gjeldsgrad på over 100 % av BNP, og satte derfor i gang tiltak, som reduserte landets gjeld til i underkant av 90 % før finanskrisen. Belgias skattefavoriserende politikk overfor utenlandsinvesteringer, har vært attraktiv for å tiltrekke seg flernasjonale selskaper, men ikke påvirket økonomien i like stor grad som den har i Irland. Økonomien avhenger heller i stor grad av eksportsektoren, som økte kraftig ved innføringen av euro.

Vi har sett at gjeldsgraden til Belgia, ble i liten grad påvirket av hendelsene nevnt innledningsvis, da gjeldsgraden har holdt seg svært stabil. Dette har vi begrunnet med utgangspunkt i en forbigått boligkrise og en motsyklisk finanspolitikk, som holdt arbeidsledigheten nede. Sysselsettingen i landet har holdt seg svært stabil, grunnet subsidierte lønninger. Landet har aldri vært i nærheten av Maastricht-kravet med hensyn til deres bruttogjeld. Hensyntatt landets nettogjeld, har vi sett det motsatte.

I Irland har utenlandsinvesteringer vært viktig, både for eksport og økonomisk vekst siden slutten av 1990-tallet. Samtidig har investeringene bidratt til store reduksjoner i landets gjeldsgrad før finanskrisen. Det var ikke før både boligmarkedet og banksektoren kollapset at gjelden til Irland begynte å øke. Kollapsen i boligmarkedet kan skyldes en politikk som favoriserte eiendomsinvesteringer, og skilte seg klart ut blant våre tre land.

Multinasjonale selskaper, etter å ha etablert seg i Irland, bidro til god økning i eksportsektoren. Ytterligere økning kom etter innføringen av euro, da selskapene også fikk tilgang til EUs indre marked gjennom Irland. Kina hadde i liten grad påvirkning på irsk handel, da Irland i stor grad eksporterte tjenester fremfor varer. I 2009 overskred Irlands gjeldsgrad Maastricht-kravet, og gjeldsgraden fortsatte i en bratt stigning frem til 2013. Fra 2013 var verdiskapningen fra de multinasjonale selskapene enorm, og 2015 peker seg ut som et usedvanlig godt år for irsk økonomi. På den ene siden har vi satt at utenlandsinvesteringene har bidratt til et misvisende BNP. På den andre siden har de derimot bidratt til at Irlands gjeldsgrad har sunket betraktelig de siste årene. På utsiden kan det derfor se ut som gjelden til

Irland har gjort store fremskritt de siste årene, mens på innsiden er det en økning i BNP, snarere enn en gjeldsreduksjon, som har fått gjeldsgraden til å synke.

En viktig hendelse i Portugisisk økonomi var tapet av markedsandeler, da euroen ble innført, som førte til økende arbeidsledighet og emigrasjon fra landet. Ved innføringen av euro, ble Portugal i større grad påvirket, sammenlignet med Irland og Belgia, grunnet overappresiert valutakurs. Kina tok også på denne tiden over store deler av det portugisiske tekstilmarkedet i landets eksportsektor, som var en mulig utløsende faktor til at den portugisiske gjeldsgraden allerede var økende fra 2001. I 2005 oversteget landets gjeldsgrad Maastricht-kravet, og videre derfra tilpasset portugiserne seg den synkende etterspørselen fra Europa, ved å skifte ut store deler av vareeksporten med tjenester.

Gjeldsgraden økte likevel ytterligere frem til 2014. Landets statsfinanser har vært preget av en budsjettpolitikk med høyt forbruk av varer og tjenester. Etter hvert som gjelden ble høyere og lånekostnadene dyrere, havnet landet i gjeldskrise. Portugal har derimot vist betydelige forbedringer det siste året, og har i løpet av 2017 forlatt EDP. Landets prognoser er optimistiske, og har en forventet nedgang i gjeldsgraden i årene fremover. Portugal har blitt anbefalt å utnytte de gode tidene til å bygge opp en finansiell buffer, som vil forsterke økonomiens evne til å stå imot fremtidige sjokk.

Vi kan med bakgrunn i hendelsene som har blitt presentert, og de respektive landenes faselinjer og handel, konkludere med at Belgia, Irland og Portugal, som tre land i samme valutaunion, har opplevd flere av de samme hendelsene. Ut ifra økonomiske og politiske forskjeller, har hendelsene hatt forskjellig utslag, og dermed påvirket den offentlige gjelden til landene på tre forskjellige måter før, under og etter finanskrisen.

7. Litteratur

Aftenposten (18.10.2011) *Dexia splittes opp etter friskmelding.*
<https://www.aftenposten.no/okonomi/i/OpxwE/Dexia-splittes-opp-etter-friskmelding>
(9.10.17)

Aftenposten (3.11.2016. Oppdatert 4.11.2016) *Disse grafene viser hvordan Europa er i ferd med å bli friskmeldt etter finans- og eurokrisen.* Tilgjengelig fra: <https://www.aftenposten.no/verden/i/kjmBB/Disse-grafene-viser-hvordan-Europa-er-i-ferd-med-a-bli-friskmeldt-etter-finans--og-eurokrisen>
(16.10.17)

Aftenposten (13.08.2013) *Norske statselskaper krymper skatten i Belgia.* Hentet fra kurset FIE441: Taxes and business strategy. (13.10.17)

Afxentiou, P. C. (2000) *Convergence, the Maastricht Criteria, and Their Benefits.* Volum 7. The Brown Journal of World Affairs. Tilgjengelig fra: <http://www2.econ.iastate.edu/classes/econ353/tesfatsion/MaastrichtConvergenceCriteria.Afxentiou.pdf> (24.8.2017)

Ahearne, A og Pisani-Ferry, J. (Februar, 2006) *THE EURO: ONLY FOR THE AGILE.* Bruegel policy brief. Hentet fra: http://aei.pitt.edu/8334/1/PB200601_Euro.pdf (10.10.17)

Amador, J og Opromolla, D.L. (2009) *Textiles and clothing exporting sectors in Portugal - recent trends.* Tilgjengelig fra: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.621.9159&rep=rep1&type=pdf>
(25.10.17)

Arellano, C. mfl. (29.5.2012) *Chronic Sovereign Debt Crises in the Eurozone, 2010–2012.* Tilgjengelig fra: <https://www.minneapolisfed.org/research/economic-policy-papers/chronic-sovereign-debt-crises-in-the-eurozone-20102012> (4.9.2017)

BakerMcKenzie (2016) *Global Restructuring & Insolvency Guide.* Belgium. Tilgjengelig fra: http://www.bakermckenzie.com/-/media/files/expertise/banking-finance/bk_globalrestructuringinsolvencyguide_20170307.pdf?la=en (17.9.17)

BBC (25.08.2010) *Irish credit rating is downgraded.* Tilgjengelig fra: <http://www.bbc.com/news/business-11081069> (26.11.17)

BBC (30.09.2010) *Irish deficit balloons after new bank bail-out* Tilgjengelig fra: <http://www.bbc.com/news/business-11441473> (3.10.17)

BBC (1.09.2011) *Portugal's jobless graduates flee to Africa and Brazil.* Tilgjengelig fra: <http://www.bbc.com/news/world-14716410> (03.11.17)

BBC (06.10.2011) *How Dexia was caught out by the eurozone debt crisis.* Tilgjengelig fra: <http://www.bbc.com/news/business-15180153> (2.10.11)

Belgium Official information and services (u.å.) Sixth State Reform. Tilgjengelig fra: https://www.belgium.be/en/about_belgium/country/history/belgium_from_1830/formation_federal_state/sixth_state_reform (15.11.17)

Bespaar Belastingen. *Belgium: tax haven?* Tilgjengelig fra: <http://www.bespaarbelastingen.be/algemeen/belgium-tax-haven/> (27.11.17)

Blundell-Wignall, A. og Slovik, P. (2011) *A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis*. OECD Journal: Financial Market Trends. 2010 (2). OECD.

Tilgjengelig fra: <https://www.oecd.org/greece/46970598.pdf> (29.8.17)

Bradbury mfl. (2017) *Taxing Wages - Belgium*, Centre for Tax Policy and Administration, OECD Tilgjengelig fra <https://www.oecd.org/belgium/taxing-wages-belgium.pdf> (13.11.17)

Buiter, W. mfl. (9.10.2006) *Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht*. Wiley Online Library

DOI: 10.1111/j.1468-5965.2006.00658.x

Business Insider (29.9.2016) *The 19 countries with the highest level of government debt*.

Tilgjengelig fra: <http://www.businessinsider.com/wef-countries-highest-level-of-government-debt-vs-gdp-2016-2017-9?r=UK&IR=T&IR=T> (5.11.17)

Cecchetti, S.G., Mohanty, M. S. og Zampolli, F. (September 2011) *The real effects of debt*.

Tilgjengelig fra: <https://www.bis.org/publ/othp16.pdf> (30.8.2017)

CNBC (2.08.2017) *How Portugal came back from the brink — and why austerity could have played a key role*.

Tilgjengelig fra: <https://www.cnn.com/2017/08/02/how-portugal-came-back-from-the-brink.html> (3.12.17)

Connor, G., Flavin, T. og O'Kelly, B.G. (9.3.2010) *The US and Irish Credit Crises: Their Distinctive Differences and Common Features*. SSRN Working Paper Series. Tilgjengelig fra:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1566844 (7.9.17)

Damsgaard, E.H. (2001) *European Economic History. From Mercantilism to Maastricht and Beyond*. Copenhagen Business School Pre.

De Grauwe, Paul (2007). "Economics of a monetary union", 7. utgave. Oxford University press, Oxford, New York.

Delmento, L. C. (2016) *Dublin's housing market is now cooling, but rest of Ireland remains very strong*. GlobalPropertyGuide. Tilgjengelig fra:

<https://www.globalpropertyguide.com/Europe/Ireland/Price-History> (08.12.17).

Deutsche Welle (7.2.2013) *Ireland, ECB reach debt restructuring deal*. Tilgjengelig fra:

<http://www.dw.com/en/ireland-ecb-reach-debt-restructuring-deal/a-16584875> (09.12.17)

Dexia splittes opp etter friskmelding (2011) (28.09.17) Tilgjengelig fra:

<https://www.aftenposten.no/okonomi/i/OpxwE/Dexia-splittes-opp-etter-friskmelding> (10.10.17)

DNB (u.å.) Obligasjoner med fortrinnsrett (Covered Bonds) Oslo: DNB. Tilgjengelig fra: <https://www.dnb.no/om-oss/investor-relations/funding/obligasjoner-med-fortrinnsrett.html> (3.10.17).

ECONews (26.05.2017) *Portuguese Government wants to fully repay IMF by 2019*. Tilgjengelig fra: <https://econews.pt/2017/05/26/portuguese-government-wants-to-fully-repay-imf-by-2019/> (29.11.17)

ECONews (24.10.2017) *Portugal has the second largest debt increase. Eurostat postpones decision on CGD's impact on the deficit*. Econews. Tilgjengelig fra: <https://econews.pt/2017/10/24/portugal-has-the-second-largest-debt-increase-eurostat-postpones-decision-on-cgds-impact-on-the-deficit/> (4.12.17).

ECONews (13.11.2017) *IMF: Portugal should take advantage of the tranquility and build a fiscal buffer*. Econews
Tilgjengelig fra: <https://econews.pt/2017/11/13/imf-portugal-should-take-advantage-of-the-tranquility-and-build-a-fiscal-buffer/> (3.12.17)

ECONews (17.11.2017) *Portugal paid another 2.8 billion euros to IMF*. Tilgjengelig fra: <https://econews.pt/2017/11/17/portugal-paid-another-2-8-billion-euros-to-imf/> (3.12.17).

Eichengreen, B. (Januar, 2015) *The Irish Crisis and the EU from a Distance*. Berkeley: University of California. Tilgjengelig fra: https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2014/ireland/pdf/Eichengreen_IrishCrisisEU.pdf (9.10.17)

Eichhorst, W., Gerard, M., Kendzia, M.J., Mayrhuber, C., Nielsen, C., Ründstler, G. og Url, T. (2011) *Pension systems in the EU – contingent liabilities and assets in the public and private sector*. IZA Research Report No. 42. European Parliament.

Elston, M og Nøland K. (2016) *Én valutaunion, to tilsynelatende ulike land*. Masteroppgave. Norges Handelshøyskole.

ESB (u.å.) *Asset Purchase Programmes*. Tilgjengelig fra: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> (6.10.17)

ESB (2016) *Government debt reduction strategies in the euro area*. ECB Economic Bulletin, Issue 3 / 2016 – Article 2. Tilgjengelig fra: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201603_article02.en.pdf (20.10.17)

ESB (2017) *Credit institutions subject to the Eurosystem's minimum reserve requirements*. Tilgjengelig fra: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/credit.en.html> (25.10.17)

EU (5.07.2015) *Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes*. EU. Tilgjengelig fra: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/coc/code_of_conduct_en.pdf (21.10.17)

EU (2016) CONSOLIDATED VERSIONS OF THE TREATY ON EUROPEAN UNION AND THE TREATY ON THE FUNCTIONING OF THE EUROPEAN UNION. (2016/C 202/01). Tilgjengelig fra: http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9e8d52e1-2c70-11e6-b497-01aa75ed71a1.0006.01/DOC_1&format=PDF (28.8.2017)

EU (2017a) Development and cooperation. EU. Tilgjengelig fra: https://europa.eu/european-union/topics/development-cooperation_en (23.11.17)

EU (sist oppdatert 20.12. 2017b) The economy, representation in Ireland. EU. Tilgjengelig fra: https://ec.europa.eu/ireland/news/key-eu-policy-areas/economy_en (10.9.17)

European Banking Authority (u.å.) Regulation and Policy, Basel III. Tilgjengelig fra: <http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/implementing-basel-iii-europe> (4.10.17)

E24 (30.09.10) *Krisebank kan koste Irland 270 mrd.* Tilgjengelig fra <http://e24.no/makro-og-politikk/krisebank-kan-koste-irland-270-mrd/3834213> (16.10.17)

E24 (8.01.2011) *Tynget av statsgjeld.* Tilgjengelig fra: <http://e24.no/makro-og-politikk/portugal-tyngtet-av-statsgjeld/3979137> (20.10.17)

E24 (16.2.2011) *Frykten stiger for Portugal kollaps.* Tilgjengelig fra: <https://e24.no/makro-og-politikk/frykten-stiger-for-portugal-kollaps/20024790> (20.10.17)

E24 (9.03.2011) *Kraftig rentehopp for Portugal.* Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/kraftig-rentehopp-for-portugal/20032646> (27.10.17)

E24 (26.06.2014) *På vei ut av den verste boligkrisen Vest-Europa har sett.* Tilgjengelig fra: <https://e24.no/makro-og-politikk/paa-vei-ut-av-den-verste-boligkrisen-vest-europa-har-sett/23239959> (18.10.17)

E24 (29.9.2008, oppdatert 10.11.2014) *Finansgigant reddes av staten.* Tilgjengelig fra: <https://e24.no/makro-og-politikk/finanskrisen/finansgigant-reddes-av-staten/2680571> (18.10.17)

Fedje, H. (Oktober, 2012) *Debt, Deficits and Fiscal Policy in Portugal.* Masteroppgave. Universitet i Oslo.

Fieleke, N. S. (1995) *The Uruguay Round of Trade Negotiation: An Overview.* Boston: New England Economic Review.

Financial Times (14.11.2008) *Dexia sells FSA after heavy quarterly loss.* Tilgjengelig fra: <https://www.ft.com/content/9477d47c-b225-11dd-bbc9-0000779fd18c> (3.10.2017)

Financial Times (29.09.2010) *Anglo failure would 'bring down' Ireland.* Tilgjengelig fra: <https://www.ft.com/content/025f321a-cbf5-11df-bd28-00144feab49a> (3.10.2017)

Financial Times (18.09.2011) *Portuguese bonds in biggest post-crisis rally after S&P upgrade*. Tilgjengelig fra: <https://www.ft.com/content/3bafd7ee-9c55-11e7-8cd4-932067fbf946> (28.10.2017)

Financial Times (25.11.2011) *S&P downgrades Belgium's debt*. Tilgjengelig fra: <https://www.ft.com/content/446d42f4-1795-11e1-b157-00144feabdc0> (13.11.2017)

Financial Times (6.10.2014) *Chinese investors play a key role in Portugal success*. Tilgjengelig fra: <https://www.ft.com/content/6dabfb0c-44be-11e4-ab0c-00144feabdc0> (6.12.2017)

Financial Times (8.10.2014) *Belgium finally forms coalition government*. Tilgjengelig fra: <https://www.ft.com/content/ca09ed74-4ebd-11e4-b205-00144feab7de> (21.09.17)

Financial Times (13.05.2015) *Ireland is the wealthiest economy in Europe...or not*. Tilgjengelig fra: <https://www.ft.com/content/6c7a0c9a-1913-30a2-a317-24d2623e1865> (27.9.2017)

Financial Times (20.08.2015) *What's the deal with Belgium?* Tilgjengelig fra: <https://ftalphaville.ft.com/2015/08/20/2137566/whats-the-deal-with-belgium/> (27.08.17)

Financial Times (26.4.2016) *Belgium issues 100-year bond in private sale*. Tilgjengelig fra: <https://www.ft.com/content/bc6f3e00-0ba7-11e6-9456-444ab5211a2f> (2.12.2017)

Financial Times (18.07.2017) *Ireland's 'de-globalised' data calculate a smaller economy*. Tilgjengelig fra: <https://www.ft.com/content/dd3a6f1c-6aea-11e7-bfeb-33fe0c5b7eaa> (04.10.2017)

Financial Times (30.10.2017) *Chinese capital makes rapid ascent in global aircraft leasing*. Tilgjengelig fra: <https://www.ft.com/content/33a53748-bcde-11e7-9836-b25f8adaa111> (2.12.2017)

Finansjuridisk forum for bank- og finansjuss (u.å.) *4.1 Obligasjoner med fortrinnsrett*. Oslo: Rime Advokatfirma DA. Tilgjengelig fra: <http://www.finansjuridisk.no/4-funding/4-1-obligasjoner-med-fortrinnsrett/> (5.10.2017)

Forbes (6.07.2010) *World's Best Tax Havens*. Tilgjengelig fra: <https://www.forbes.com/2010/07/06/tax-havens-delaware-bermuda-markets-singapore-belgium.html#7e71e64925fc> (25.11.2017)

Forbes (4.12.13) *Ireland Heads Forbes' List Of The Best Countries For Business*. Tilgjengelig fra: <https://www.forbes.com/sites/kurtbadenhausen/2013/12/04/ireland-heads-forbes-list-of-the-best-countries-for-business/#65d1909c2f03> (27.10.2017)

Freyer, L. (26.4.2017) *Portugal Basks In Post-Bailout Economic Revival*. Npr. Tilgjengelig fra: <https://www.npr.org/sections/parallels/2017/04/26/524681297/portugal-basks-in-post-bailout-economic-revival> (15.10.2017)

Goossens, J og Cannoot, P (2015) *Belgian Federalism after the Sixth State Reform. Perspectives on Federalism* 7 (2), s. 31. Tilgjengelig fra: http://www.on-federalism.eu/attachments/213_download.pdf (10.10.2017)

Government Pension Fund Norway, 2nd half-year 2015. Statistisk Sentralbyrå. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/en/offentlig-sektor/statistikker/folketrygdfond/halvaar/2016-03-18?fane=tabell&sort=nummer&tabell=260621>

Hadzi-Vaskov, M. og Ricci, L.A. (2016) *Does Gross or Net Debt Matter More for Emerging Market Spreads?* IMF Working Paper. Western Hemisphere Department. Tilgjengelig fra: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16246.pdf> (16.9.2017)

Hansen, E. D. (2001) *Economic history of European Union*. Copenhagen Business School Press.

Herndon, T. Ash, M. og Pollin, R. (April, 2013) *Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff*. Cambridge Journal of Economics 2013. Tilgjengelig fra: <https://www.peri.umass.edu/images/WP322.pdf> (26.9.2017)

Hoffmann, K. (2005) *How the Celtic Tiger Became the World's Software Export Champ*. Spiegel. Tilgjengelig fra: <http://www.spiegel.de/international/spiegel/ireland-how-the-celtic-tiger-became-the-world-s-software-export-champ-a-348682.html> (4.10.17)

Honohan, P. (2009) *What went wrong in Ireland?* Trinity College Dublin. <http://www.tcd.ie/Economics/staff/phonohan/What%20went%20wrong.pdf> (4.10.2017)

IMF (2011) Public Sector Debt Statistics. Guide for Compilers and Users. International Monetary Fund. Washington D.C. Tilgjengelig fra: <http://www.tffs.org/pdf/method/2013/psds2013.pdf> (28.08.2017)

Independent (20.01.2009) *Was ABN the worst takeover deal ever?* Tilgjengelig fra: <http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/was-abn-the-worst-takeover-deal-ever-1451520.html> (2.10.2017)

Investopedia (Oppdatert 13.10.2017) *Why is Ireland sometimes referred to as a tax haven?* Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/ask/answers/060316/why-ireland-sometimes-referred-tax-haven.asp> (01.10.2017)

Ireland's national statistical office (27.06.2006) *Measuring Ireland's Progress 2005*. Tilgjengelig fra: <http://www.cso.ie/en/csolatestnews/pressreleases/2006pressreleases/measuringirelandsprogress2005/> (27.10.2017)

Irish Examiner (21.10.2015) *Irish people hit hardest during financial crisis, ECB report reveals*. Tilgjengelig fra: <http://www.irishexaminer.com/business/irish-people-hit-hardest-during-financial-crisis-ecb-report-reveals-360532.html> (28.10.2017)

Irish Times (24.10.08) *Irish bailout cheapest in world, says Lenihan*.

<https://www.irishtimes.com/business/irish-bailout-cheapest-in-world-says-lenihan-1.900393>
(2.10.2017)

Irish Times (25.5.13) *How Apple first landed in Ireland*. Tilgjengelig fra: <https://www.irishtimes.com/business/technology/how-apple-first-landed-in-ireland-1.1405766> (01.10.2017)

Irish independent (11.10.2017) *IMF upgrades Ireland's growth forecast for this year and 2018*. Tilgjengelig fra: <https://www.independent.ie/business/irish/imf-upgrades-irelands-growth-forecast-for-this-year-and-2018-36214754.html> (10.10.2017)

Johannessen, A., Tufte, P.A. og Christoffersen, L. (2016) *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode*. Abstrakt forlag AS.

Kindleberger, C. P. og Aliber, R. Z. (2005) *Manias, panics and crashes - A History of Financial Crises*. New York: Palgrave MacMillian.

Leao, P. og Palacia-Vera, A. (2011) *Can Portugal Escape Stagnation without Opting Out from the Eurozone? Working Paper No. 664. s.9-*. Hentet fra: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1800228

Legido-Quigley, H., Karanikolos, M., Hernandez-Plaza, S., de Freitas, C., Bernardo, L., Padilla, B., Machado, R., Diaz-Ordaz, K., Stuckler, D. og McKee, M. (2015) *Effects of the financial crisis and Troika austerity measures on health and health care access in Portugal*. ScienceDirect. Tilgjengelig fra: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0168851016300860>

McKinnon, R. I. (1997) *EMU as a Device for Collective Fiscal Retrenchment*. [American Economic Association](#).

New York Times (7.2.2013) *4 Years After Crisis, Ireland Strikes Deal to Ease a Huge Debt Load*. New York Times. Tilgjengelig fra: <https://dealbook.nytimes.com/2013/02/07/ireland-to-liquidate-anglo-irish-bank/> (18.10.17)

NRK (6.10.08) *Europas største bank er skapt*. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/okonomi/kjopte-konkurrent-pa-billigsalg-1.6248852> (2.10.17)

NRK (5.12.2011) *Belgisk regjering etter 540 dager*. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/urix/belgisk-regjering-etter-540-dager-1.7904284> (14.10.17)

OECD. Tilgjengelig fra: https://atlas.media.mit.edu/en/visualize/tree_map/hs92/export/grc/all/show/2016/

OECD, FAQ. C: Specific issues. Tilgjengelig fra: <http://www.oecd.org/eco/outlook/faqs.htm#QC1>

OECD (2003) *OECD Economic Surveys Portugal: 2003*. OECD Publishing. Tilgjengelig fra: http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-portugal-2003_eco_surveys-prt-2003-en

OECD (2015a) *OECD Economic Survey: Belgium 2015*, OECD Publishing. Tilgjengelig fra: http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics/oecd-economic-surveys-belgium-2015_eco_surveys-bel-2015-en#page26

OECD (2015b) “Belgium”, in *Pensions at a Glance 2015: OECD and G20 indicators*, OECD Publishing, Paris. Tilgjengelig fra: http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/social-issues-migration-health/pensions-at-a-glance-2015_pension_glance-2015-en#page5

OECD (2015c), *OECD Economic Survey: Belgium February 2015*, OECD Publishing. Tilgjengelig fra: http://www.oecd.org/eco/surveys/Overview_Belgium_2015_Eng.pdf

OECD (2017a) *Taxing Wages - Belgium*. Tilgjengelig fra: <https://www.oecd.org/belgium/taxing-wages-belgium.pdf>

OECD (2017b) *DEVELOPMENTS IN INDIVIDUAL OECD AND SELECTED NON-MEMBER ECONOMIES. OECD ECONOMIC OUTLOOK*, VOLUME 2017 ISSUE 2.

OECD (2017c) *How's life in Belgium*. Tilgjengelig fra: <https://www.oecd.org/statistics/Better-Life-Initiative-country-note-Belgium.pdf>

OECD (2017d) *COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN CENTRAL BANK AND THE EUROGROUP*. Country report Belgium 2017. Brussel: European Commission. Tilgjengelig fra: <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-country-report-belgium-en.pdf>

OECD (2017e) *Belgium trade and investment statistical note*. Tilgjengelig fra: <http://www.oecd.org/investment/Belgium-trade-investment-statistical-country-note.pdf>

Osborne-Kinch, mfl. (Januar, 2017) *The Aircraft Leasing Industry in Ireland: Cross Border Flows and Statistical Treatment*. Central Bank, Quarterly Bulletin 01. Tilgjengelig fra: <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/quarterly-bulletins/quarterly-bulletin-signed-articles/the-aircraft-leasing-industry-in-ireland.pdf?sfvrsn=6> (1.11.17)

Pensionsmyndigheten (2016) *Annual report of the Swedish pension system. Orange report 2015*. Swedish Pensions Agency. Tilgjengelig fra: https://www.pensionsmyndigheten.se/content/dam/pensionsmyndigheten/blanketter---broschyre---faktablad/publikationer/%C3%A5rsredovisningar/annual-reports-of-the-swedish-pension-system/Orange_Report_2016.pdf.

Pettinger, T. (12.9.2014) *European unemployment crisis*. Economics.help Tilgjengelig fra: <https://www.economicshelp.org/blog/1247/economics/european-unemployment-2/>

Pruyt, E. (26.07.09) *Saving a Bank? Cracking the Case of the Fortis Bank?* Faculty of Technology, Policy and Management; Delft University of Technology Tilgjengelig fra: <https://www.systemdynamics.org/conferences/2009/proceed/papers/P1273.pdf> (2.10.17)

Purdue, D. og Huang, H. (2015) *Irish Exports: The facts, the fiction and the risks*. National Treasury Management Agency. Economics. Tilgjengelig fra: <http://www.ntma.ie/download/publications/IrishExportsFactsFictionAndRisks.pdf>.

Reinhart, C.M. og Rogoff, K. S. (2009) *This time is different*. New Jersey: Princeton university press

Reuters (9.08.2011) The difference between S&P and Moody's. Tilgjengelig fra: <http://blogs.reuters.com/felix-salmon/2011/08/09/the-difference-between-sp-and-moodys/> (16.10.2017)

Reuters (24.11.2011) *Belgian PM turns to savers as markets ask record yields*. Tilgjengelig fra: <https://in.reuters.com/article/belgium-bonds-savers/belgian-pm-turns-to-savers-as-markets-ask-record-yields-idINL5E7MO0WV20111124> (27.10.2017)

Reuters (16.02.2016) *Overseas tourists visiting Portugal hit record in 2015*. Tilgjengelig fra: <https://www.reuters.com/article/us-portugal-tourism/overseas-tourists-visiting-portugal-hit-record-in-2015-idUSKCN0VP1JE> (09.12.17)

Reuters (30.03.2016) *Ireland issues first ever 100-year debt at 2.35 percent yield*. Tilgjengelig fra: <https://www.reuters.com/article/us-ireland-bonds/ireland-issues-first-ever-100-year-debt-at-2-35-percent-yield-idUSKCN0WW1R6> (27.10.2017)

Reuters (30.6.2017) *Portugal pays off 1 bln euros of IMF loans, plans more*, Tilgjengelig fra: <https://www.reuters.com/article/portugal-repayment-imf/portugal-pays-off-1-bln-euros-of-imf-loans-plans-more-idUSE8N1IW00L> (04.11.2017)

Reuters (22.09.2017) *Portugal ponders return to syndication after upgrade*. Tilgjengelig fra: <https://www.reuters.com/article/portugal-bonds/portugal-ponders-return-to-syndication-after-upgrade-idUSL5N1M21PQ> (04.11.17)

Saunders, M. N., Lewis, P., og Thornhill, A. (2016) *Research methods for business students* (7. utg.). Harlow: Pearson.

Solberg, T. (2012) *Når boligboblen brister - lærdommer fra boligboomen og krakket i Irland*. Rapport nr.3. Manifest Senter for samfunnsanalyse. Tilgjengelig fra: <http://manifesttankesmie.no/wp-content/uploads/sites/2/2015/02/RAPPORT3-2012.pdf>

S&P Dow Jones Index. Tilgjengelig fra: <http://us.spindices.com/indices/fixed-income/sp-portugal-sovereign-bond-index>

The Economist (12.04.2007) *The new sick man of Europe*. Tilgjengelig fra: <http://www.economist.com/node/9009032> (25.10.2017)

The Economist (20.5.2015) *What is austerity?* Tilgjengelig fra: <https://www.economist.com/blogs/buttonwood/2015/05/fiscal-policy> (27.9.2017)

The Guardian (29.09.2008) *Fortis: Belgium acts to prevent financial group's collapse* Tilgjengelig fra: <https://www.theguardian.com/money/2008/sep/29/insurance.europeanbanks> (2.10.17)

The Guardian (16.09.2012) *Portuguese escape austerity and find a new El Dorado in Angola*
Tilgjengelig fra: <https://www.theguardian.com/world/2012/sep/16/portuguese-exodus-angola-el-dorado> (17.10.2017)

The Guardian (6.07.2011) *Portugal's credit rating downgraded to junk status*. Tilgjengelig fra: <https://www.theguardian.com/world/2011/jul/06/portugal-credit-rating-junk-status> (14.12.2017)

The Independent (13.02.2009) *Government guarantee cost KBC €6.5bn in lost deposits*.
Tilgjengelig fra: <https://www.independent.ie/business/world/government-guarantee-cost-kbc-65bn-in-lost-deposits-26513297.html> (9.10.2017)

The World Bank, Statistics Indicators. Tilgjengelig fra: <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.CD?contextual=default&end=2016&locations=IE-PT-BE&start=1990>

The World Bank (2012) *FDI in Ireland: A Reason for Optimism?*
Tilgjengelig fra: <http://blogs.worldbank.org/psd/fdi-in-ireland-a-reason-for-optimism>

Trading Economics, Indicators. Tilgjengelig fra: <https://tradingeconomics.com/ireland/inflation-cpi>

Troupin, S., Stroobants, J. og Steen, T. (4.05.2013) *THE IMPACT OF THE FISCAL CRISIS ON BELGIAN FEDERAL GOVERNMENT: CHANGES IN THE BUDGET DECISION MAKING PROCESS AND INTRA-GOVERNMENTAL RELATIONS*. COCOPS. Tilgjengelig fra: http://steunpuntbov.be/rapport/COCOPS-WP7_Federal+Belgium.pdf

TV2 (10.11.2017) *Britene lovfester brexit-dato til 29. mars 2019*. Tilgjengelig fra: <http://www.tv2.no/nyheter/9481769/> (13.12.2017)

USnews, *10 Countries That Receive the Most Foreign Direct Investment*. Tilgjengelig fra: <https://www.usnews.com/news/best-countries/slideshows/10-countries-that-receive-the-most-foreign-direct-investment> (13.12.17)

VG (24.11.2015) *Belgias mørketid*
Tilgjengelig fra: <https://www.vg.no/nyheter/meninger/belgia/belgias-moerketid/a/23566484/> (24.10.17)

Wall street Journal (5.5.2011) *Portugal Bailout Plan Detailed*. Tilgjengelig fra: <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703937104576302883922114642> (13.11.17)

Walsh, B. (2004) *The transformation of the Irish labour market: 1980-2003*. Department of Economics University College, Dublin. Tilgjengelig fra: <http://www.tara.tcd.ie/handle/2262/2578>

Whelan, K. (18.06.13) *Ireland's Economic Crisis The Good, the Bad and the Ugly*, University College Dublin. Tilgjengelig fra:

<http://www.karlwhelan.com/Papers/Whelan-IrelandPaper-June2013.pdf> (12.10.17)

Whitbeck, N. (Desember, 2013) DEXIA– RISE & FALL OF A BANKING GIANT, (100) s.17, HEC Paris

Tilgjengelig fra: http://campus.hec.fr/club_finance/wp-content/uploads/2014/07/N100.pdf (2.10.17)

World Economic Forum (2017) Global Competitiveness Index 2017-2018, Country/Economy Profiles Portugal. Tilgjengelig fra: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-index-2017-2018/countryeconomy-profiles/#economy=PRT> (20.11.2017)

8. Appendiks

8.1 Renteberegninger

Rentekostnader som andel av BNP (iB/Y) fremkommer ved å trekke budsjettbalansen som andel av BNP ($(G+iB-T)/Y$) fra primærbalansen som andel av BNP ($(G-T)/Y$). Nominell rente

har vi funnet slik:
$$i = \frac{\left(\frac{G-T}{Y}\right) - \left(\frac{G+iB-T}{Y}\right)}{b*100}$$

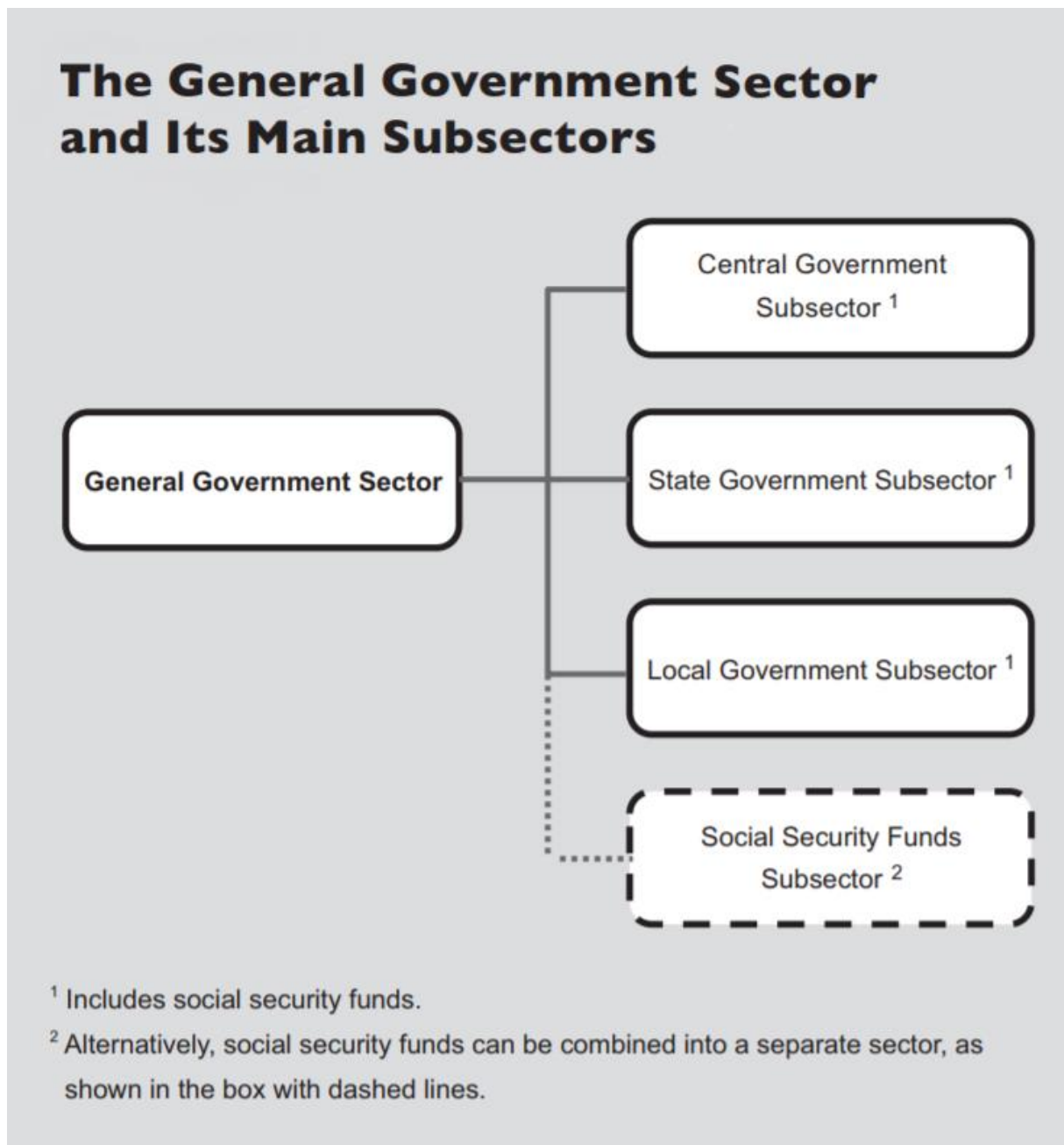
Realrente har vi funnet ved å bruke formelen: $r = i - \Pi$, hvor r er realrente, i er nominell rente og Π er inflasjon. Budsjettbalanse, primærbalanse og statsgjeld er hentet fra IMF. Inflasjon målt ved konsumprisindeks er hentet fra TheWorld Bank.

Belgia							
Ar	Budsjettbalanse	Primærbalanse	Statsgjeld	Rentekostn.	Nominell rente, i	Inflasjon	Realrente, r
2000	-0,07	6,6	108,8	6,67	6,13	3,633	2,50
2001	0,17	6,7	107,6	6,53	6,07	3,995	2,07
2002	0,05	5,8	104,7	5,75	5,49	3,074	2,42
2003	-1,76	3,6	101,1	5,36	5,30	3,297	2,00
2004	-0,16	4,6	96,5	4,76	4,93	3,662	1,27
2005	-2,76	1,8	94,6	4,56	4,82	4,246	0,57
2006	0,23	4,4	90,9	4,17	4,59	4,487	0,10
2007	0,07	4	86,9	3,93	4,52	5,345	-0,82
2008	-1,1	2,9	92,4	4	4,33	8,95	-4,62
2009	-5,38	-1,6	99,5	3,78	3,80	3,044	0,75
2010	-3,99	-0,4	99,6	3,59	3,60	3,513	0,09
2011	-4,12	0,5	102,3	4,62	4,52	5	-0,48
2012	-4,23	-0,6	104,1	3,63	3,49	3,852	-0,36
2013	-3,12	0,4	105,4	3,52	3,34	2,784	0,56
2014	-3,06	0,1	106,5	3,16	2,97	2,762	0,21
2015	-2,51	0,3	106	2,81	2,65	1,595	1,06
2016	-2,62	0,6	105,9	3,22	3,04	1,614	1,43

Irland							
År	Budsjettbalanse	Primærbalanse	Statsgjeld	Rentekostn.	Nominell rente, i	Inflasjon	Realrente, r
2000	4,87	4,75	39	-0,12	-0,12	5,57	-5,69
2001	0,97	1,1	36	0,13	0,13	4,87	-4,74
2002	-0,32	-0,3	34	0,02	0,02	4,65	-4,63
2003	0,42	1,9	33	1,48	1,48	3,48	-2,00
2004	1,33	1,39	28,213	0,06	0,06	2,20	-2,14
2005	1,61	2,5	26,072	0,89	0,89	2,43	-1,54
2006	2,81	2,92	23,602	0,11	0,11	3,94	-3,83
2007	0,27	-1,2	23,895	-1,47	-1,47	4,88	-6,35
2008	-6,98	-7,34	42,413	-0,36	-0,36	4,054	-4,41
2009	-13,78	-9,5	61,686	4,28	4,28	-4,48	8,76
2010	-32,03	-31,17	86,328	0,86	0,86	-0,946	1,81
2011	-12,73	-13,03	109,662	-0,3	-0,30	2,579	-2,88
2012	-8,06	-1,9	119,554	6,16	6,16	1,693	4,47
2013	-5,71	0,9	119,611	6,61	6,61	0,503	6,11
2014	-3,69	0	105,404	3,69	3,69	0,197	3,49
2015	-1,92	-0,1	78,706	1,82	1,82	-0,295	2,12
2016	-0,55	0,8	75,4	1,35	1,35	0	1,35

Portugal							
År	Budsjettbalanse	Primærbalanse	Statsgjeld	Rentekostn.	Nominell rente, i	Inflasjon	Realrente, r
2000	-3,2	-2,2	120,4	1	0,831	2,847	-2,016
2001	-4,8	2,4	119	7,2	6,050	4,395	1,655
2002	-3,3	2,2	118,1	5,5	4,657	3,545	1,112
2003	-4,4	0,2	114,6	4,6	4,014	3,283	0,731
2004	-6,2	-2,3	56,306	3,9	6,926	2,356	4,570
2005	-6,2	0	60,805	6,2	10,197	2,294	7,903
2006	-4,3	0,8	61,619	5,1	8,277	2,743	5,534
2007	-3	-3,1	68,439	-0,1	-0,146	2,805	-2,951
2008	-3,8	-8,2	71,666	-4,4	-6,140	2,59	-8,730
2009	-9,8	-6,8	83,609	3	3,588	-0,836	4,424
2010	-11,2	-0,7	96,183	10,5	10,917	1,403	9,514
2011	-7,4	0,1	111,39	7,5	6,733	3,653	3,080
2012	-5,7	-1,6	126,222	4,1	3,248	2,773	0,475
2013	-4,8	-3,6	129,04	1,2	0,930	0,274	0,656
2014	-7,2	-3,6	130,603	3,6	2,756	-0,278	3,034
2015	-4,4	-1,8	128,988	2,6	2,016	0,488	1,528
2016	-2	-0,5	127,5	1,5	1,176	0,607	0,569

8.2 Oppbygging i offentlig sektor



Kilde: IMF, 2011, s.9

8.3 Brutto- og nettogjeld

Vi vet fra forelesning i kurset FIE 422 internasjonale finansmarkeder og finansiell stabilitet at det er store forskjeller mellom brutto- og nettogjeld i Norge, Sverige, Finland, Canada og Japan. Da vi undersøkte hvor mye av de finansielle eiendelene som er bundet opp i pensjonsmidler, finner vi at Sverige, Finland og Japan har en betraktelig stor andel bundet opp

i statlige pensjonsfond (OECD, 2013). I Sverige viser statistikk at sveriges pensjonsforpliktelser utgjør cirka 37 % av deres finansielle eiendeler (Pensionsmyndigheten, 2016). Norge, på en annen side, har i underkant av 3 % av deres finansielle eiendeler bundet opp i pensjon. Nettogjeld vil derfor fremstille gjeldsnivået i Norge mer riktig. For å regne ut hvor mye av den finansielle formuen som er bundet opp i fremtidige pensjonsforpliktelser har vi hentet tall fra IMF. Vi har kommet frem til finansielle eiendeler ved bruk av definisjonen på netto gjeld; Brutto gjeld - netto gjeld. Tall for de respektive landenes fremtidige pensjonsforpliktelser har vi hentet fra Pensionsmyndigheten (2016, s.14) for Sverige, og fra SSB.no for Norge. Sveriges pensjonsforpliktelser er regnet ut slik: $((\text{Balansesummen av inkomstpension} + \text{premiepension}) / (\text{brutto gjeld} - \text{netto gjeld})) * 100$. Norges pensjonsforpliktelser er regnet ut slik: $\text{Balansesummen for Folketrygdfondet} / (\text{Brutto gjeld} - \text{Netto gjeld}) * 100$. For enkelthetens skyld har vi valgt å ekskludere Statens Pensjonsfond Utland, da fondet har andre egenskaper enn å være et "rent" pensjonsfond.